

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



**FUSÕES E AQUISIÇÕES E A CRIAÇÃO DE
VALOR PARA OS ACCIONISTAS: APLICAÇÃO
ÀS EMPRESAS PORTUGUESAS COTADAS NO
PERIODO 2004-2008**

Marlise de Fátima Fernandes Oliveira da Cunha

Lisboa, Julho de 2012

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

**FUSÕES E AQUISIÇÕES E A CRIAÇÃO DE
VALOR PARA OS ACCIONISTAS: APLICAÇÃO
ÀS EMPRESAS PORTUGESAS COTADAS NO
PERIODO 2004-2008**

Marlise de Fátima Fernandes Oliveira da Cunha

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Análise Financeira, realizada sob orientação científica da Doutora Sónia Margarida Ricardo Bentes, professora adjunta na área de Economia e Finanças.

L i s b o a , J u l h o d e 2 0 1 2

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações são devidamente justificadas. Mais acrescento que tenho consciência que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar a anulação da presente dissertação.

Agradecimentos

A concretização deste trabalho só foi possível com a ajuda de muitas pessoas aos quais agradeço o apoio:

Em primeiro lugar quero agradecer à minha orientadora, Doutora Sónia Margarida Ricardo Bentes, pelo interesse, paciência e disponibilidade.

Agradeço à minha família, fonte da minha inspiração, em especial aos meus irmãos, à minha mãe Mafalda Fernandes, ao meu pai Clemente da Cunha e à minha irmã Nilda da Cunha pela força e pela confiança que sempre depositaram em mim.

Agradeço a todos os amigos e colegas que me encorajaram na realização deste trabalho, especialmente ao Gabriel Almada Vaz e ao Rui Romão por estarem sempre disponíveis a ajudar-me nos momentos de dúvidas.

Por último, mas não esquecido, agradeço a Deus pela coragem e por ter feito de mim a mulher que sou hoje.

Resumo

Numa economia global, em que é importante as fusões e aquisições como motor de crescimento empresarial, justifica-se estudar este tema muito importante no mundo das finanças e da estratégia empresarial. A criação de valor para as empresas e para os seus accionistas tornou-se um imperativo na gestão das empresas, pelo que os seus responsáveis devem preocupar-se em criar riqueza através de fontes geradoras de valor como fusões e aquisições.

Esta dissertação teve como objectivo analisar se os processos de fusões e aquisições realizadas em Portugal no período de 2004 a 2008 aumentaram a riqueza para os accionistas das empresas envolvidas nestes processos. Para analisarmos se efectivamente as fusões e aquisições criaram valor para os accionistas procedeu-se a um estudo empírico, que se traduz no estudo de casos, e que foi realizada através da análise dos indicadores tradicionais de desempenho e do EVA® (*Economic Value Added*). Após a análise realizou-se testes estatísticos com o objectivo de verificar quais destes indicadores têm maior poder explicativo das cotações das acções.

Palavras - chave: *fusões e aquisições, valor para os accionistas, EVA®, indicadores tradicionais.*

Abstract

In a global economy, where mergers and acquisitions are important as engines of business growth, it is appropriate to study this very important topic in the world of finance and business strategy. The creation of value for companies and their shareholders has become an imperative in corporate management, so that those responsible should be concerned about creating wealth through sources of value such as mergers and acquisitions.

The objective of this work is to analyze the processes of mergers and acquisitions in Portugal in the period 2004 to 2008 and if they resulted in increased wealth for the shareholders of the companies reportedly involved in these processes. To analyze whether or not the mergers and acquisitions have created value for shareholders we conducted an empirical study, based on case studies, where we evaluated the traditional indicators of performance and EVA ® (Economic Value Added). After the analysis statistical tests were carried out in order to verify which of these indicators have greater explanatory power of share prices.

Keywords: mergers and acquisitions, shareholder value, EVA ®, traditional indicators.

Índice

Introdução	2
Contextualização do trabalho	3
1 Revisão da literatura	3
1.1 Conceitos de fusões e aquisições	3
1.2 História das fusões e aquisições	4
1.3 Classificação das fusões e aquisições	6
1.3.1 Fusões e aquisições horizontais	6
1.3.2 Fusões e aquisições verticais	6
1.3.3 Fusões e aquisições em conglomerados	7
1.3.4 Fusões e aquisições concêntricas	7
1.4 As fusões e aquisições como métodos de desenvolvimento estratégico	8
1.5 Motivações, razões e efeitos esperados das fusões e aquisições	9
1.5.1 Teoria neoclássica da maximização do lucro	9
1.5.2 Vantagens Fiscais	9
1.5.3 Crescimento	10
1.5.4 Sinergias	10
1.5.5 Teoria de problemas de agência	12
1.5.6 Activos Subavaliados	13
1.5.7 Recursos complementares	13
1.5.8 Teoria dos <i>Cash flows</i> disponíveis	14
1.5.9 <i>Hubris hypothesis</i> como motivação das fusões e aquisições.	14
1.6 Fusões e aquisições amigáveis e hostis	15
1.7 Formas de pagamento	17

1.8	Teoria do <i>insider trading</i>	18
1.9	Hipótese da eficiência dos mercados	19
1.10	Hipótese de retornos anormais ou hipótese da informação nova	22
1.11	Hipótese da maximização de valor para os accionistas	26
2	Definição do objecto e objectivos de estudo	29
2.1	Breve caracterização das empresas e dos processos de fusões e aquisições	30
3	Estudo Empírico	31
3.1	Metodologias de investigação	31
3.1.1	Indicadores tradicionais	31
3.1.2	Valor Económico Acrescentado - EVA®	33
3.2	Estudo de casos	40
3.2.1	Análise da OPA da SEMAPA sobre a PORTUCEL	41
3.2.2	Análise da OPA do GRIPO PRISA sobre GRUPO MEDIA CAPITAL	58
3.2.3	Análise da fusão da SUMOLIS com a COMPAL	67
3.3	Correlação linear múltipla entre os indicadores e a cotações das acções	78
4	Conclusão	80
	Referências Bibliográficas	82

Índice de tabelas

Tabela 1 Taxa de rendibilidade de activo sem risco.....	41
Tabela 2 Prémios de risco.....	41
Tabela 3 Balanço consolidado da Portucel.....	42
Tabela 4 Indicadores tradicionais de desempenho da Portucel	43
Tabela 5 Balanço consolidado ajustado da Portucel	45
Tabela 6 Resultado operacional ajustado da Portucel	46
Tabela 7 Beta da Portucel.....	47
Tabela 8 Cálculo do custo do capital próprio da Portucel.....	47
Tabela 9 Cálculo do WACC da Portucel.....	48
Tabela 10 Cálculo do EVA® da Portucel	48
Tabela 11 Balanço consolidado da Semapa	50
Tabela 12 Indicadores tradicionais de desempenho da Semapa.....	51
Tabela 13 Balanço consolidado ajustado da Semapa	53
Tabela 14 Resultado operacional ajustado da Semapa.....	54
Tabela 15 Beta da Semapa.....	55
Tabela 16 Custo do capital próprio da Semapa	55
Tabela 17 Cálculo do WACC da Semapa	56
Tabela 18 Cálculo do EVA® da Semapa	56
Tabela 19 Balanço consolidado do Grupo Media Capital.....	59
Tabela 20 Indicadores tradicionais de desempenho do Grupo Media Capital	60
Tabela 21 Balanço consolidado do Grupo Media Capital.....	62
Tabela 22 Resultado operacional ajustado do Grupo Media Capital	63
Tabela 23 Beta do Grupo Media Capital	64
Tabela 24 Cálculo do custo do capital próprio do Grupo Media Capital	64
Tabela 25 Cálculo do WACC do Grupo Media Capital.....	65

Tabela 26 Cálculo do EVA® do Grupo Media Capital.....	65
Tabela 27 Balanço consolidado da Sumol + Compal.....	68
Tabela 28 Indicadores tradicionais de desempenho da Sumol + Compal	69
Tabela 29 Taxa de crescimento dos indicadores tradicionais antes e depois da fusão.....	70
Tabela 30 Balanço consolidado ajustado da Sumol + Compal	72
Tabela 31 Resultado Operacional ajustado da Sumol + Compal	73
Tabela 32 Beta da Sumol + Compal.....	74
Tabela 33 Cálculo do custo do capital próprio da Sumol + Compal.....	74
Tabela 34 Cálculo do WACC da Sumol + Compal.....	75
Tabela 35 Cálculo do EVA® da Sumol + Compal	75
Tabela 36 Correlação entre as diversas variáveis em estudo.....	78
Tabela 37 Regressão linear múltipla	79

Índice de ilustrações

Ilustração 1 Gráfico da evolução do EVA® da Portucel.....	49
Ilustração 2 Gráfico da evolução do EVA® da Semapa	57
Ilustração 3 Gráfico da evolução do EVA® do Grupo Media Capital.....	66
Ilustração 4 Gráfico da evolução do EVA® da Sumol + Compal.....	76

Lista de abreviaturas

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CI - Capitais Investidos

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*

EPS - *Earnings Per Share*

EVA® - *Economic Value Added*

Ke - Custo do capital próprio

Kd - Custo da dívida

NOPAT - *Net Operating Profit After Tax*

OPA - Oferta Pública de Aquisição

Rf - Rendimento de aplicações sem risco

Rm - Rendimento do mercado

ROA - *Return On Assets*

ROE - *Return On Equity*

ROI - *Return On Investment*

ROV - Rendimento Operacional das Vendas

TA - Total do Activo

WACC - *Weighted Average Cost Of Capital*

Introdução

Num meio financeiro envolvente crescentemente integrado, torna imperativo ter um conhecimento profundo sobre este tema, visto que a criação de valor para a empresa e para os accionistas é um dos objectivos principais da gestão.

As pressões competitivas pelas quais as empresas estão sujeitas fazem com que as fusões e aquisições sejam operações cada vez mais presente no mundo empresarial porque permitem às empresas um crescimento rápido que levaria mais tempo a obter se optar pelo crescimento interno. O objectivo principal é aumentar a rendibilidade a longo prazo e, consequentemente criar valor para os accionistas, visto que estas operações permitem obter sinergias que repercutem na melhoria da eficiência da empresa e consequentemente no retorno para os accionistas.

A dissertação tem como objectivo analisar se a compra da PORTUCEL pela SEMAPA, a compra do GRUPO MEDIA CAPITAL pelo GRUPO PRISA e a fusão da SUMOLIS com a COMPAL aumentaram o desempenho dessas empresas e a riqueza dos seus accionistas.

O trabalho está dividido em duas partes. A primeira parte traduz-se na revisão do estado da arte sobre o tema, pelo que realizou-se pesquisas de artigos científicos com o objectivo de perceber o conceito das fusões e aquisições, a sua história e suas motivações.

A segunda parte da dissertação resume-se no estudo empírico, que se traduz no estudo de casos de processos de fusões e aquisições de empresas portuguesas de capital aberto realizados em Portugal no período de 2004 a 2008. Teve como objectivo analisar se efectivamente essas operações aumentaram ou diminuíram a riqueza dos accionistas. Procedeu-se ao cálculo e análise de indicadores de desempenho tradicionais e ao cálculo do EVA®. Segundo vários autores aqueles apresentam insuficiências porque não levam em conta a noção do risco, os impactos da inflação e ignoram os custos de oportunidade dos capitais próprios, pelo que se procedeu à análise EVA®, que segundo os seus proponentes é o indicador que melhor mede o verdadeiro valor criado.

Chegou-se à conclusão que as fusões e aquisições aumentaram o desempenho das empresas objecto de estudo e a riqueza dos seus accionistas. Após esta análise procedeu-se à análise da correlação existente entre os indicadores e a evolução das cotações das suas acções. O resultado levou-nos a concluir que o EVA® é o indicador que melhor explica a evolução do preço das acções.

Contextualização do trabalho

1 Revisão da literatura

1.1 Conceitos de fusões e aquisições

Este capítulo aborda alguns conceitos referenciados na literatura sobre fusões e aquisições, os momentos históricos que marcaram essas operações, as suas motivações, bem como outros aspectos que integram estas operações.

O termo Fusões e Aquisições, que os anglo-saxónicos designam por *Mergers and Acquisitions*, refere-se à operação de concentração de actividades empresariais levadas a cabo para expandir uma actividade ou negócio. Existem múltiplas expressões referentes a fusões e aquisições. A este propósito Ferreira (2002a: 96) considera, «por um lado, as expressões de aquisição (ou aquisição pura), fusão-integração, fusão por incorporação ou fusão-absorção, a que corresponderão as expressões anglo-saxónicas de *takeover* ou *acquisition*, e por outro, de fusão-combinação ou simplesmente fusão (*merger* ou *consolidation*) [...]».

Os conceitos apresentados na literatura levam-nos a crer que existem diferenças entre fusões e aquisições, pelo que é imprescindível referi-las. Para Bastardo e Gomes (1996) e Guagham (2005) uma fusão consiste na absorção de uma sociedade por outra, em que a empresa adquirente recebe um conjunto de activos e responsabilidades da empresa adquirida, enquanto uma aquisição pode ser feita através de compras de capital ou através de Ofertas Públicas de Aquisição (OPA). Weston e Brigham (2000) defendem que as fusões ocorrem quando duas empresas se combinam para criar uma empresa única.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) afirmam que uma fusão ocorre entre empresas que, normalmente têm características semelhantes e combinam-se por meio de uma simples permuta de acções, que pode ou não ser seguida de uma consolidação. Neste contexto Camargos e Barbosa (2003) consideram que numa fusão seguida de uma consolidação há a criação de uma nova empresa, enquanto na aquisição uma das empresas envolvidas mantém a sua identidade jurídica, numa fusão, a forma de pagamento utilizada é uma permuta de acções, enquanto na aquisição a forma de pagamento pode ser dinheiro, acções ou títulos.

Ferreira (2002a) distingue os conceitos centrando-se na questão relativa ao património das empresas outorgantes. Quando os patrimónios das empresas são transferidos para uma nova entidade a construir, é neste sentido que se utiliza a expressão anglo-saxónica *merger* (fusão-concentração ou consolidação), e quando o património de uma ou mais empresas é transferido para uma outra empresa compradora ou incorporante, é neste sentido que se utiliza a expressão *acquisition* ou *takeover*.

Matos e Rodrigues (2000) dividiram o conceito de fusões em duas abordagens: abordagem jurídica e abordagem económica. Na abordagem jurídica uma fusão pode concretizar-se de duas formas: uma das sociedades pré-existentes absorve o património das restantes (fusão absorção), ou uma nova sociedade absorve o património de todas as sociedades pré-existentes (fusão criação ou fusão pura), extinguindo as sociedades absorvidas nas duas formas. Na abordagem económica o conceito de fusão privilegia a questão dos efeitos das operações, principalmente a sua capacidade para submeter ao controlo de um único centro de racionalidade económica.

Para Steiner (1984) a fusão é como um casamento em que quase sempre leva, pelo menos, duas partes a chegarem a acordo, mas em alguns casos o ponto de vista de outras partes podem forçar a uma união (*hostiles takeover*). Morck, Sheifer e Vishny (1988) classificam as fusões e aquisições em duas classes: fusões e aquisições disciplinares e fusões e aquisições sinérgicas. A primeira tem como objectivo corrigir as práticas dos gestores das empresas alvo que não levam a maximização do valor para os accionistas. A segunda é motivada pela possibilidade de obtenção de benefícios a partir da combinação dos negócios das empresas outorgantes. Assim sendo, neste tipo de fusões e aquisições os ganhos obtidos são benefícios tanto para os accionistas como para os gestores.

1.2 História das fusões e aquisições

Foram analisados estudos de vários autores que concluíram que as fusões e aquisições ocorreram em ciclos. A literatura económico-financeira internacional assinala cinco ondas de fusões e aquisições que foram importantes no âmbito mundial da concentração de actividades empresariais. Dos estudos realizados existe um consenso relativamente à existência dessas ondas. As primeiras quatro ondas baseadas no mercado norte-americano foram as seguintes: 1897 a 1904, 1916 a 1929, 1965 a 1969, 1984 a 1989 e a quinta onda

de fusões e aquisições deu-se em 1990, marcado pela onda das fusões e aquisições transnacionais e transcontinentais.

A **primeira onda** teve o seu início com a recuperação da depressão de 1883 e terminou com a depressão de 1904, constituíram na sua maioria fusões horizontais. Foi impulsionada pelo desenvolvimento nos transportes, energia eléctrica, comunicações, tecnologias de produção e com a consolidação nas indústrias de petróleo, aço, tabaco, entre outros. A concentração e consolidação no interior dessas indústrias resultaram na formação de grandes monopólios. Grande parte das fusões e aquisições concebidas neste período terminou em fracasso devido a desaceleração da economia em 1903 e pelo *crash* da bolsa em 1904.

A **segunda onda** iniciou em 1916 e terminou com a crise económica de 1929. O seu início foi marcado com as primeiras aquisições que levaram ao crescimento económico após a primeira guerra mundial, caracterizou-se pela transição de monopólios para oligopólios devido ao *boom* no mercado de capitais que levou a consolidação de empresas em vários sectores. Nesta fase, as fusões de várias empresas numa única deixaram de ser permitidas pelas leis *antitrust*, por isso realizaram-se mais fusões por integração vertical do que por integração horizontal.

A **terceira onda** (1965 a 1969), denominados pela era dos conglomerados (fusões e aquisições entre empresas que exploram actividades diferentes), foi marcada pelo crescimento dos mercados de capitais. Surgiu como resposta às restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas leis *antitrust* em 1950, as empresas sentiram-se obrigadas a expandirem para actividades diferentes, assim predominaram as fusões do tipo conglomerados.

A **quarta onda** (1984 a 1989) foi marcada por reestruturações turbulentas e pela hostilidade nas transacções. Esta onda surgiu após a crise vivida em 1983 pela economia dos Estados Unidos e noutras partes do mundo. Caracterizou-se, segundo Ferreira (2002a) pela expansão empresarial resultante da aquisição de outras empresas e não do crescimento interno. O baixo valor das acções no mercado de capitais tornou a aquisição mais barata do que novos investimentos, facilitando assim as aquisições hostis.

A **quinta onda** (1990) caracterizou-se pelas fusões e aquisições transfronteiras, em que as empresas começaram a utilizar as fusões e aquisições como estratégia fundamental de expansão para outros países e continentes.

Nelson (1968) defende que a maior parte das ondas de fusões e aquisições nos Estados Unidos ocorreram, principalmente, em períodos de alta actividade económica e, consequentemente, altas nos mercados de capitais fez com que as empresas envolvidas no processo procurassem novas oportunidades de investimento, inovações tecnológicas, eficiência e alocação dos recursos produtivos.

1.3 Classificação das fusões e aquisições

Para Ross et al. (1995), Matos e Rodrigues (2000) e Gaughan (2005) as fusões e aquisições podem ser classificadas em três tipos: horizontal; vertical e em conglomerados. Weston e Brigham (2000) e Ferreira (2002a) assinalam ainda as fusões e aquisições concêntricas, em que as empresas situam-se em unidades de negócios diferentes mas relacionadas.

1.3.1 Fusões e aquisições horizontais

Ocorrem entre empresas que exercem o mesmo ramo de actividade ou indústria, geralmente são concorrentes. Tornaram-se num instrumento dominante nas estratégias de crescimento no mundo do negócio e têm como essência o aumento da dimensão de uma organização, aumentando assim, o poder concorrencial e o aproveitamento de economias de escala. Manne (1965); Steiner (1984); Weston, Mitchell e Mulherin (2004) e Gaughan (2005) defendem que as fusões horizontais afectam o nível de concorrência numa determinada indústria, visto que, diminuem o número de empresas presentes numa dada indústria, o que possibilita um possível conluio entre empresas com o objectivo de obterem lucros que decorrem de uma situação de monopólio.

1.3.2 Fusões e aquisições verticais

Resultam da união entre empresas que exploram actividades diferentes ou complementares situados em estádios diferentes no interior da mesma indústria (como exemplo, uma fusão entre uma empresa e uma das suas fornecedoras ou clientes), com objectivo em reduzir os custos e aumentar a eficiência. As razões que conduzem a este tipo de combinações segundo Weston et al. (2004) e Ferreira (2002a) são: a obtenção de economias de ordem tecnológicas; eliminação ou redução dos custos de pesquisa e custos de transacção; melhoria no planeamento de inventários e de produção devido a fluxos de informação mais eficientes no seio de uma só entidade; actuação em estádios com maior valor acrescentado;

maior proximidade dos verdadeiros clientes; reduzir a incerteza nos fornecimentos de bens e materiais; entre outros.

1.3.3 Fusões e aquisições em conglomerados

São fusões em que as empresas exploram actividades não relacionadas ou estão posicionadas em indústrias díspares umas das outras. Segundo Ferreira (2002a) existem duas características dos conglomerados: a diversificação que é feita fundamentalmente através de aquisições e não por crescimento interno e a existência de controlo de um conjunto de empresas posicionadas em várias indústrias que requerem diferentes técnicas e aptidão de pesquisa, engenharia, produção, vendas e distribuição.

1.3.4 Fusões e aquisições concêntricas

Resultam entre empresas que se situam em unidades de negócio diferentes mas relacionadas. Têm como objectivo, no entender de Ferreira (2002a), a obtenção de ganhos provenientes de situações comuns, tais como o mercado, os processos e as tecnologias que ambas servem ou utilizam. Segundo o mesmo autor as fusões e aquisições concêntricas mais praticadas são entre a banca e seguros. Estas combinações designam-se por *bancassurance*.

1.4 As fusões e aquisições como métodos de desenvolvimento estratégico

São vários os métodos de desenvolvimento estratégico que as organizações dispõem para pôr em prática as suas decisões de crescimento. Podem optar pelo desenvolvimento orgânico (interno) ou externo como estratégia de crescimento. Os métodos de desenvolvimento mais comuns, no entender de Ferreira (2002a) são as fusões e aquisições, acordos ou alianças estratégicas e desenvolvimento orgânico. O autor considera que o desenvolvimento interno e as fusões e aquisições apresentam dois extremos e que os acordos e alianças estão associados a qualquer dos dois modelos. Classifica o método de desenvolvimento orgânico como método mais tradicional de desenvolvimento estratégico.

Recentemente as fusões e aquisições tornaram-se num dos métodos de desenvolvimento estratégico mais usados no mundo empresarial. Neste sentido Lorse (2006) defende que as fusões e aquisições não são os únicos caminhos de se envolver em estratégias das empresas, mas é o mais significativo em termos de frequência e impacto. Para Camargos e Barbosa (2009:207) «os processos de F&As integram a estratégia empresarial, e por meio deles as empresas conseguem expansão rápida, a conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outras coisas». Neste contexto, Andrade, Mitchell e Stafford (2001: 109) afirmam que «*[m]ergers represent massive reallocations of resources within the economy, both within and across industries [...], often enabling a firm to double its size in a matter of months*». Contudo, Camargos e Barbosa (2009) consideram que não devem ser encarados como uma solução simples para os problemas, devido ao elevado grau de complexidade, risco e incerteza a que essas operações estão sujeitas.

1.5 Motivações, razões e efeitos esperados das fusões e aquisições

São vários os motivos apresentados na literatura que explicam a realização de fusões e aquisições. Contudo, convém salientar, segundo Steiner (1984), que tanto os casamentos como as fusões podem responder a uma variedade de motivos e que os motivos das fusões e aquisições são múltiplos, complexos e de muita controvérsia.

Bastardo e Gomes (1996) consideram que as fusões e aquisições beneficiam os accionistas e investidores em geral, através da valorização das acções, e nas empresas por meio da obtenção de um maior grau de desenvolvimento, economias de escala e da maximização dos recursos e resultados. Consideram que o preço de mercado de uma empresa tem um peso decisivo no sucesso das operações de fusões e aquisições porque reflectem as expectativas dos investidores sobre o futuro da empresa, sobre os resultados previsionais e dividendos futuros.

1.5.1 Teoria neoclássica da maximização do lucro

Matos e Rodrigues (2000) consideram que a maximização do lucro continua a ser um dos pilares da literatura económica, pelo que as fusões e aquisições ocorrerão quando proporcionam maior crescimento do lucro esperado face às outras alternativas. Os autores consideram que a hipótese de maximizar o lucro e, consequentemente, a criação de valor através de operações de fusões e aquisições, poderá ser explicada por razões relacionadas com o ganho do poder de mercado, aumento da eficiência, ganhos financeiros e aquisição de activos subavaliados.

Para Firth (1980) a maximização dos lucros das empresas é um dos motivos principais das fusões e aquisições, visto que levam a maximização da riqueza dos accionistas. Segundo o autor, a riqueza para os accionistas é maximizada se a rendibilidade das empresas adquirentes aumentarem após as operações de fusões e aquisições.

1.5.2 Vantagens Fiscais

Para Ferreira (2002a), podem estar em jogo ganhos fiscais correntes ou de capital, a dupla tributação dos lucros, resultados negativos transitados ou ainda impostos de sucessão. Segundo Weston e Brigham (2000), a utilização de excedentes de caixa para compra de outra empresa não tem consequências fiscais imediatas, nem para a empresa adquirente nem para os seus accionistas, por isso esse facto tem motivado várias fusões.

Steiner (1984) considera que vantagens fiscais são sinergias porque beneficiam tanto os adquirentes como as empresas alvo. O autor considera que pode-se pagar ou não imposto numa operação de fusões e aquisições dependendo da forma em que estas operações são realizadas. Neste sentido, Weston et al. (2004), defendem que quando uma fusão ou oferta de compra é por troca de acção esta transacção não é tributável, mas quando utiliza-se dinheiro ou débito a transacção é tributável.

Brealey e Myers (1998) e Weston et al. (2004) partilham a opinião de que quando as fusões têm apenas o propósito de utilizar perdas fiscais acumuladas, provavelmente seriam contestadas pelo sistema fiscal, contudo estão presentes múltiplos factores em qualquer fusão realizada, pelo que é difícil de provar que esta foi motivada apenas, ou principalmente, pelas vantagens fiscais.

1.5.3 Crescimento

As empresas podem optar pelo crescimento interno ou pelas fusões e aquisições. O processo de expansão interna pode ser demasiado lento face à necessidade de rapidez e poderá não ter resultados no curto prazo. Neste sentido, devem optar pelas fusões e aquisições, visto que estas operações têm maior rapidez na entrada em novos mercados ou negócios.

Gaughan (2005) defende que o crescimento é um dos motivos mais comuns para a realização de fusões e aquisições porque esta forma de crescimento é muito mais rápida do que o crescimento interno. O autor apresenta como exemplo de estratégia de crescimento através de aquisições no período de 1995 a 2005 de empresas que tiveram sucesso e que comercializavam produtos que a interessavam a *Johnson & Johnson*, neste período a empresa realizou mais de cinquenta aquisições, e atingiu, rapidamente, os objectivos pretendidos.

1.5.4 Sinergias

No entender de Weston e Brigham (2000: 883) a sinergia «é a combinação pela qual o todo é maior do que a soma de suas partes». Para Gaughan (2005) as sinergias resultam da redução dos custos, devido à combinação de empresas e é um dos motivos mais comuns para fusões e aquisições. Consideram que os efeitos sinérgicos podem surgir de quatro fontes: economia de escala operacionais; economia financeira; eficiência e maior poder de mercado. Para Bastardo e Gomes (1996) as sinergias resultam do desempenho superior da

nova empresa pós-fusão ao desempenho individual das duas que lhe deram origem, em que caso isso aconteça a operação de fusões e aquisições deu-se com sucesso.

✓ **Poder de mercado**

Weston e Brigham (2000) consideram que o poder de mercado resulta de uma competição mais branda. Para Ferreira (2002a), as combinações de empresas podem conduzir a maiores vendas por pressão sobre os mercados, quer por aumento dos preços, quer por maiores quantidades vendidas. Matos e Rodrigues (2000) defendem que as fusões e aquisições podem contribuir de duas formas para a criação ou o incremento do poder de mercado. Em primeiro lugar, estas operações alteram a estrutura do mercado, com o objectivo de uma maior concentração que implica a prática de preços mais elevados e, consequentemente, as vendas em quantidades mais reduzidas. Em segundo lugar, a fusão reduz o número de concorrentes no mercado, viabilizando a maior prática de conluio entre empresas.

✓ **Economias de escala**

Para Gaughan (2005) as economias de escala derivam da redução dos custos devido ao aumento da dimensão da empresa. Neste sentido, Brealey e Myers (1998) defendem que os participantes deste tipo de fusões têm reduzido os custos resultantes da partilha de serviços centrais, tais como a gestão administrativa e a contabilidade, o controlo financeiro, a gestão de carreiras e a administração.

Weston. et al (2004) consideram que os retornos resultantes das economias de escala derivam do melhoramento na capacidade de utilização dos recursos que reduz os custos fixos com o aumento das quantidades produzidas. Brealey e Myers (1998) referem que a obtenção de economias de escala é naturalmente o objectivo das fusões horizontais, mas que também têm vindo a ser invocadas para fusões em conglomerado.

✓ **Ganhos de eficiência**

Vários autores partilham a opinião de que as fusões e aquisições são motivadas por ganhos de eficiência operacional e de gestão. Neste sentido, Manne (1965) defende que a vantagem geral das fusões é uma alocação mais eficiente dos recursos, em que empresas menos eficientes, devido ao problema de agência, serão controladas por empresas mais eficientes, aumentando assim a eficiência total.

Segundo Ferreira (2002a), o objectivo é aumentar a eficiência de ambas as empresas, conduzindo a um acréscimo de valor no conjunto. Este tipo de ganho é designado por sinergias de direcção, de administração, empresariais ou estratégicos, em que se espera que após as operações de fusões e aquisições a gestão do conjunto seja nivelada pelo mais eficiente, aumentando a eficiência do menos eficiente. No entender de Matos e Rodrigues (2000), para que uma empresa maximize o seu lucro deve produzir de forma eficiente, para obter o nível de produção desejado com o mínimo de custo. Campa e Hernando (2006) consideram que as fusões que oferecem maior potencial de redução de custos têm os maiores retornos.

✓ **Ganhos financeiros**

Existe um consenso entre alguns autores que as fusões e aquisições possibilitam às empresas se financiarem a custos inferiores porque apresentam menos risco de incumprimento. Neste sentido, Matos e Rodrigues (2000) e Weston e Brigham (2000) defendem que existe possibilidade de ganhos financeiros desde que a empresa resultante da fusão tenha possibilidade de obter um custo de dívida mais baixo, ou maior capacidade de endividamento.

1.5.5 Teoria de problemas de agência

Existem problemas de agência quando os gestores e os accionistas não têm os mesmos interesses. A este propósito, autores como Manne (1965); Jensen (1986 e 1988); Denis, Denis e Sarin (1997) e Ely e Song (2000) e Ferreira (2002a) defendem que as fusões e aquisições são uma solução para o problema de agência.

Jensen (1986 e 1988) considera que os conflitos de interesses entre accionistas e gestores são mais propensos nas empresas com grande fluxo de caixa disponível e poucas oportunidades de investimentos rentáveis. O autor defende que as fusões e aquisições são evidências para o conflito de interesse entre accionistas e gestores, e uma solução para o problema, visto que são formas de os gestores gastarem dinheiro em vez de distribuí-los aos accionistas. Neste sentido os gestores com grandes fluxos de caixa disponíveis são mais propensos a realizarem fusões de baixo benefício ou que até podem destruir valor. No entanto, é preferível operações de fusões e aquisições porque envolvem menos desperdícios de recursos de que se os fundos tivessem sido investidos internamente em projectos não rentáveis.

Segundo Gaughan (2005), os potenciais problemas de agência podem atingir maior amplitude nas empresas de maior dimensão, nos conglomerados e nas empresas com vários negócios do que nas empresas mais simples. Para Ely e Song (2000), as fusões e aquisições são benéficas para os accionistas quando as instituições têm uma estrutura eficiente que minimize os custos decorrentes de conflitos de agência nas empresas menos eficientes. Contudo no contexto das aquisições, os problemas de agência podem levar a uma redução da riqueza dos accionistas se os gestores prosseguirem numa expansão que não seja para a maximização dos lucros, por exemplo, porque a remuneração dos executivos está relacionada com o tamanho da instituição ou porque a aquisição vai fazer com que a nova empresa seja maior e mais diversificada, e assim diminui os riscos de perderem emprego. No entanto, os mecanismos de controlo podem influenciar o comportamento dos gestores, reduzindo assim os custos de agência.

Steiner (1984) não partilha a mesma opinião dos autores acima referidos. Considera que a tomada de decisão é uma questão importante, à medida que os accionistas e os gestores podem ter interesses diferentes na decisão. Contudo, não admite a possibilidade de conflitos de interesse entre os *insiders*, visto que os proprietários incluem normalmente milhares de pequenos accionistas onde individualmente não exercem o controlo e o poder de tomada de decisão na empresa, mas que colectivamente podem ter poder latente nos raros momentos que uma possível luta ou uma fusão ou aquisição contestada ocorrem.

1.5.6 Activos Subavaliados

Segundo Weston e Brigham (2000) e Weston et al. (2004), uma empresa torna-se alvo de aquisição porque o valor de substituição dos seus activos é consideravelmente mais elevado do que o seu valor de mercado.

1.5.7 Recursos complementares

Para Brealey e Myers (1998) um dos motivos que levam algumas empresas a serem compradas por grandes empresas é a obtenção de recursos complementares necessários que lhes podem proporcionar o êxito das suas actividades. As empresas pequenas podem ter um produto especial, mas falta-lhes ter as estruturas técnicas e comerciais necessárias à produção e à venda em grande escala, pode ser mais rápido e mais barato fundir-se com outra empresa que já disponha amplamente dessas capacidades em vez de desenvolvê-las desde o princípio.

1.5.8 Teoria dos *Cash flows* disponíveis

Segundo Jensen (1986 e 1988), os fluxos de caixas disponíveis são os fluxos de caixa em excesso necessário para financiar todos os projectos que apresentam valores presentes líquidos positivos. Porém, Jensen (1986) defende que as fusões e aquisições são mais propensas a destruir valor do que criar valor, o que mostra que essas operações são tanto evidência dos conflitos de interesses existentes como a solução para o problema. Neste sentido essa teoria postula que as aquisições constituem uma maneira dos administradores gastarem dinheiro em investimentos não rentáveis ao invés de distribuí-los aos accionistas.

Segundo Brealey e Myers (1998) quando uma empresa não está disposta a adquirir as suas próprias acções, pode, em vez disso, comprar as acções de outra. Destarte, as empresas com excedente de liquidez e falta de boas oportunidades de investimento se voltam frequentemente para as fusões pagas em dinheiro como forma de reaplicar o seu capital. Salientam que algumas empresas que têm excesso de capital e não o distribuem aos accionistas e nem reinvestem em aquisições sensatas, transformam-se muitas vezes em alvos de OPA por outras empresas, que se propõem em reinvestir o seu capital.

1.5.9 *Hubris hypothesis* como motivação das fusões e aquisições.

Esta teoria foi desenvolvida por Roll (1986) e defende que várias tentativas de fusões e aquisições, principalmente hostis, podem ter sido motivadas por *hubris* por parte dos gestores das empresas oferentes. Segundo o investigador, na hipótese de *hubris*, a obtenção de ganhos económicos não é de todo a principal motivação dos gestores nas tentativas de fusões e aquisições, mas sim que essas tentativas são, muitas vezes, levadas a cabo por razões pessoais dos gestores. Esta hipótese poderá explicar o facto de, muitas vezes, os gestores das empresas oferentes, pagarem à empresa alvo um prémio muito acima da avaliação de mercado.

1.6 Fusões e aquisições amigáveis e hostis

As fusões e aquisições amigáveis ocorrem num ambiente de consentimento mútuo, ao passo que nas fusões e aquisições hostis a administração da empresa alvo se opõe à aquisição. Nas ofertas hostis a empresa oferente lança uma oferta no mercado aberto para comprar a maioria do capital da empresa alvo, sem o consentimento do conselho de administração da empresa alvo.

Para Hirschey (1986), as fusões e aquisições hostis e amigáveis são fenómenos independentes dignos de consideração individual. Todavia, a distinção entre uma oferta hostil e amigável não é de fácil percepção como afirma Schwert (2000: 2600) «*[b]ecause public announcements of takeover attempts are part of negotiating strategies, the problem of distinguishing between hostile and friendly transaction is complex*».

Segundo Schwert (1996) quando a oferta inicial é bem-sucedida o prémio pago é menor do que quando multiplica concorrentes oferentes. Nestes casos, para obter o controlo de uma empresa alvo, o prémio é substancialmente mais elevado. Para Jensen e Ruback (1983) e Morck et al. (1988), muitas vezes a resistência a uma oferta é motivada pelo interesse dos accionistas em obterem prémios maiores. Morck et al. (1988) defendem que o conselho da administração da empresa oferente pode classificar de forma incorrecta como sendo hostis. Assim sendo, Jensen e Ruback (1983) consideram que uma resistência a uma oferta aumenta os custos de aquisição para as empresas adquirentes, que podem prescindir da oferta de aquisição.

No estudo levado a cabo por Andrade et al. (2001) concluíram que a hostilidade no mercado de acções reduziu na década de 1980 para 1990 talvez devido ao domínio de financiamento de fusões e aquisições por acções. Apenas 4% das operações na década de 1990 envolvem uma oferta hostil em comparação com 14 % na década de 1980.

No estudo realizado por Morck et al. (1988) concluíram que as empresas alvo de fusões e aquisições amigáveis são mais jovens, são maiores e com um ritmo de crescimento rápido, enquanto as empresas alvo de fusões e aquisições hostis são empresas mais velhas, menores, crescem a um ritmo lento e estão valorizadas abaixo do custo de reposição dos activos tangíveis. Para os autores as fusões e aquisições sinérgicas são mais propensas de serem amigáveis e as fusões e aquisições disciplinares são mais propensas de serem hostis.

Roll (1986) defende que se a hipótese de *hubris* é base de motivações de várias operações de aquisição hostis, pelo que poderão acontecer os seguintes cenários:

- ✓ O preço das acções da empresa oferente diminuirá após o anúncio da tentativa de compra ao mercado. Isto acontecerá porque a oferta de aquisição hostil não será do melhor interesse para accionistas e não representará uma alocação eficiente dos seus proveitos;
- ✓ O preço das acções da empresa alvo aumentará com a oferta e respectivo prémio. Isto ocorrerá porque a empresa oferente pagará certamente um valor acima do valor de mercado da empresa alvo;
- ✓ O valor combinado da empresa alvo e da oferente deverá ser negativo, tendo em conta os custos de todo o processo de aquisição hostil.

As empresas podem adoptar medidas de defesa contra fusões e aquisições não solicitadas. Essas medidas têm vindo a evoluir significativamente desde 1980 e são classificadas em preventivas e activas. Segundo Forjan e Van Ness (2003), as estratégias preventivas são as que as empresas-alvo põem em prática antes do anúncio de uma oferta de aquisição, enquanto as activas são concretizadas depois de a oferente anunciar a intenção de aquisição.

Ruback (1987) refere que uma estratégia de defesa inclui todas as acções levadas a cabo pelos gestores para evitarem que as suas empresas sejam adquiridas. Para o autor a resistência a um *takeover* pode ser benéfica para um accionista visto que, quanto mais difícil se torna uma empresa de ser adquirida, maior é o prémio pago pela aquisição.

Segundo Shleifer e Summers (1988), os gestores das empresas alvo podem ser demitidos após a consumação da oferta de aquisição hostil. Por outro lado Ruback (1987) refere que os gestores resistem a aquisições porque acreditam que a empresa tem valores ocultos; acreditam que a resistência faz aumentar o preço da oferta ou querem manter as suas posições. Para o autor muitas vezes um gestor opõe-se a uma oferta quando tem informação privilegiada que leva a crer que o valor real da acção é superior ao valor de mercado.

Jarrel, Brickley e Netter (1988) consideram que as estratégias de defesa contra aquisições têm sido controversas, visto que representam um conflito de interesse para a gestão das empresas alvo. Esses conflitos podem levar alguns gestores a erguer barreiras para aquisições hostis, contudo, essas barreiras podem ajudar os accionistas alvos durante uma

competição de controlo, visto que a gestão por objectivos pode, em certos casos derrotar as ofertas inadequadas.

1.7 Formas de pagamento

As fusões geralmente distinguem-se das aquisições em parte pela forma como são financiadas. Existem várias formas de financiamento tais como: financiamento por capital próprio; financiamento através da dívida ou de forma híbrida (combinação de capitais próprios e dívida).

Jensen (1986 e 1988) e Kaplan (2006) consideram que as fusões e aquisições financiadas em dinheiro e outros valores mobiliários geram mais benefícios do que as realizadas através de troca de acções, mesmo que as fusões e aquisições criem ineficiências operacionais. MacCabe e Yook (1997) referem que a grande diferença entre aquisições por troca de acções e aquisições em dinheiro é que os adquirentes se obrigam a pagar fluxos de caixa futuros ou usar a liquidez acumulada. Porém, esta teoria só se aplica quando as empresas têm fluxos de caixa disponíveis elevados, mas que o aplicam em aquisições rentáveis.

Vários autores defendem que a escolha do método de pagamento pelos gestores está relacionada com a assimetria de informação. Neste sentido, Travlos (1987) frisa que caso a empresa adquirente tenha informações sobre o seu valor intrínseco, que não esteja plenamente reflectido no preço das acções antes da aquisição, a administração pode optar por financiar a aquisição de forma mais benéfica para os accionistas. Assim sendo, Myers e Majluf (1984); Shaheen (2006); Yung, Qua e Kim (2009) e Alshwer, Sibilkov e Zaiats (2011) defendem que geralmente os gestores das empresas oferentes têm incentivos para oferecer acções como forma de pagamento quando estas se encontram sobrevalorizadas no mercado e financiam as aquisições em dinheiro quando as suas acções se encontram subvalorizadas. Alshwer et al. (2011) frisam que troca de acções nos processos de fusões e aquisições implica transmitir o verdadeiro valor das acções, atenuando a assimetria de informação que persiste nos mercados públicos.

Como afirmado anteriormente, Yang et al. (2009) defendem que o método de pagamento pode divulgar informações sobre as perspectivas futuras da empresa oferente no mercado. No mesmo contexto, Travlos (1987) refere que os participantes do mercado interpretaram uma oferta em dinheiro como uma boa notícia e uma oferta de troca de acções ordinárias

como más notícias sobre o verdadeiro valor da empresa oferente, portanto, os efeitos de tais informações são importantes, pelo que a alteração na cotação das acções da empresa oferente com o anúncio da proposta irá incorporar tanto o ganho que se espera obter com a aquisição e os efeitos de informação.

Alshwer et al. (2011) consideram que as empresas escolhem acções para financiar as fusões e aquisições quando o custo de oportunidade do dinheiro é elevado, neste sentido, o custo de utilização de acções para financiar as aquisições é maior para as empresas que têm restrições financeiras no mercado de capitais, pelo que, as empresas que têm restrições financeiras e as suas acções sobrevalorizadas devem oferecer um prémio maior nas fusões e aquisições ao pagarem com acções, fazendo com que a parcela dos ganhos para os adquirentes sejam menores.

1.8 Teoria do *insider trading*

Engelen e Liedekerke (2006) consideram o *insider trading* como sendo qualquer forma de negociação com base em informação relevante não disponível publicamente. Segundo Loh e Rathinasamy (1995) a *Securities and Exchange Commission* (SEC) de 1934 define um *insider* como: um agente; um director; ou um accionista que detém pelo menos 10% de qualquer classe de valores mobiliários. À luz dessa teoria, Schwert (1996) considera que a presença de pessoas que negoceiam as informações privilegiadas (*shills*) de qualquer adquirente ou alvo sem o conhecimento das partes em negociação é o mesmo que ter um figurante na plateia de aquisição. Salienta que o *insider trading* ocorre com mais frequência nas empresas que adoptam estratégias de *poison pills*, nos leilões com vários adquirentes e também quando há pré-candidatura de ofertas de aquisição.

Bainbridge (2000) e Engelen e Liedekerke (2006) defendem que *insider trading* aumenta a eficiência do mercado, visto que *insider trading* é baseada em informações privadas importantes para a avaliação do preço de uma acção, fazendo com que o preço da acção se aproxime do seu valor fundamental. Já Timmermann e Granger (2004) consideram que geralmente não se afirma que um mercado é eficiente no que diz respeito à informação privilegiada, uma vez que essa informação não é acessível ao grande público e, portanto, não se pode esperar que essa informação seja incorporada plenamente no preço actual. Schwert (1996) considera que com base no preço anormal e no comportamento do volume no mercado secundário de acções, as partes outorgantes ao verem o preço das acções

aumentarem podem concluir de forma errada que existe um outro potencial comprador na disputa.

Schwert (1996) e Engelen e Liedekerke (2006) referem que os *insiders* temem punições, caso sejam detectadas informações privilegiadas pelas entidades reguladoras, logo têm fortes incentivos para disfarçar a sua negociação, assim, o sinal será menos claro. Além das punições, segundo Schwert (1996) outro custo associado ao *insider trading* é o adiamento ou cancelamento da proposta planeada. Por outro lado, Engelen e Liedekerke (2006) defendem que a redução do *insider trading* conduz a redução da eficiência do mercado, visto que irá diminuir a velocidade com que a informação será reflectida nos preços de segurança.

A comunidade económica e a lei não partilham a mesma opinião sobre a teoria do *insider trading*. Bainbridge (2000) e Engelen e Liedekerke (2006) defendem a desregulamentação do *insider trading* visto que promove a eficiência do mercado, enquanto os argumentos a favor da regulamentação consideram que o abuso de informação privilegiada leva a uma formação errada dos preços dos valores mobiliários e, portanto, reduz a confiança nos mercados de capitais, diminui a liquidez, prejudicando assim a contraparte que não teve acesso a essas informações.

Neste sentido, Hanson (2007) defende que as empresas não podem fornecer qualquer informação substancial para os investidores não previamente ou simultaneamente divulgados publicamente. Já Engelen e Liedekerke (2006) consideram a base ética insuficiente para a proibição do *insider trading*.

1.9 Hipótese da eficiência dos mercados

A literatura financeira inclui vários estudos sobre a eficiência do mercado de capitais realizados ao longo dos tempos. Analisam a forma como as informações relevantes são incorporadas na cotação das acções. Assim sendo, autores como Samuelson (1965), Fama (1970 e 1991) e Clarke, Jandik e Mandelker (2001) desenvolveram independentemente a mesma noção básica da eficiência do mercado, com pesquisas diferentes. Consideram que o mercado é eficiente se os preços actuais das acções incorporam plenamente as informações disponíveis sobre o valor da empresa. No mesmo contexto Gersdorff e Bacon (2009) frisam que eficiência do mercado refere à velocidade e precisão com que os preços correntes de mercado reflectem as expectativas dos investidores.

No entender de Samuelson (1965), num mercado informacionalmente eficiente, as mudanças de preços devem ser imprevisíveis e se forem devidamente previstas devem ser concretas, isto é, se incorporarem plenamente todas as informações e perspectivas dos participantes do mercado. Lo (2007: 2) afirma que *«the more efficient the market, the more random the sequence of price changes generated by such a market, and the most efficient market of all is one in which price changes are completely random and unpredictable»*.

Clarke et al. (2001) afirmam que existe um mercado eficiente devido a intensa competição entre os investidores para obterem ganhos com qualquer informação nova, no entanto, existem diferentes tipos de informações que influenciam os preços das acções, pelo que os investigadores financeiros distinguem três formas de eficiência do mercado, dependendo do que se entende pelo termo **informação disponível**. Neste sentido, Fama (1970) deu uma grande contribuição ao classificar a eficiência do mercado em três formas que explicam a rapidez com que o mercado reage a uma informação nova: forma fraca; forma semiforte e forma forte. A eficiência do mercado é fraca se os preços das acções num determinado momento incorporarem toda a informação histórica sobre os preços passados. Um mercado é eficiente na forma semiforte se os preços das acções actuais incorporarem a informação histórica dos preços e todas outras informações relevantes publicamente disponíveis. A eficiência na forma forte caracteriza-se pela incorporação de todas as informações públicas e privadas disponíveis.

Fama (1970) determinou as condições suficientes para que esta hipótese se verifique:

- inexistência de custos de transacção nas negociações de títulos;
- disponibilização de todas as informações sem custos para todos os participantes do mercado;
- concordância geral de expectativas entre os investidores quanto aos efeitos das informações sobre os preços actuais das acções, assim como sobre suas distribuições futuras.

Alguns autores não concordam com a hipótese da eficiência do mercado. Neste sentido, Clarke et al. (2001) frisam que nenhuma teoria é perfeita, contudo a grande maioria concorda que os mercados são altamente eficientes. A crítica mais duradoura, segundo Lo (2007), vem de economistas e de psicólogos comportamentais que argumentam que a hipótese da eficiência de mercado é baseada em suposições contra factuais relativos ao comportamento humano. Contudo, o autor defende que normalmente os investidores

individuais formam suas expectativas racionalmente, que os mercados agregam as informações de forma eficiente e que os preços de equilíbrio incorporam todas as informações disponíveis instantaneamente. O autor defende que nem sempre os investidores reagem na proporção adequada das novas informações, por exemplo, em alguns casos os investidores podem reagir de forma exagerada, vendendo acções que sofreram perdas recentes ou comprando acções que tenham beneficiados de ganhos recentes. E essa reacção tende a aumentar o preço para além do justo valor.

Grossman e Stiglitz (1980) vão mais longe ao argumentarem que é impossível a existência de um mercado perfeitamente eficiente em termos informacionais porque não existe um perfeito equilíbrio no mercado competitivo. Consideram que as informações têm custos e que os preços não incorporam todas as informações. Segundo os autores, a eficiência do mercado determina até que ponto os investidores estão dispostos a reunir, negociar e pagar por uma informação, portanto um equilíbrio de mercado surgirá apenas quando há oportunidades de lucros suficientes, ou seja, existe ineficiência no mercado porque o mercado compensa os investidores pelos custos de transacção e pela obtenção de informação.

Black (1986) considera que muitas vezes os *noise traders* negoceiam sobre o que eles consideram ser informações, mas que na verdade são ruídos. Salienta que os ruídos fazem com que os mercados sejam mais líquidos, mas que torna-os ineficientes. Timmermann e Granger (2004) consideram ainda que os custos de transacção e restrições comerciais podem mudar o teste de eficiência do mercado em aspectos importantes, isto é, há mais probabilidade da hipótese da eficiência do mercado se verificar quando os custos de transacção forem inferiores aos ganhos previstos.

Correia (2009) e Vasco (2011) partilham a mesma opinião ao considerarem que o mercado português não é eficiente em termos informacionais na sua forma semiforte, visto que os resultados estatísticos por eles apurados permitem concluir que o mercado português não é eficiente na sua forma semiforte. Contudo, Correia (2009) considera que é exagerado assumir que o mercado português não é eficiente na sua forma fraca.

1.10 Hipótese de retornos anormais ou hipótese da informação nova

Rappaport (2007) refere que as empresas proporcionam informações aos mercados através de relatórios publicados e de outras comunicações diversas. Salienta que o preço das acções de uma empresa é a medida mais clara das expectativas do mercado relativamente à sua futura actuação. No que concerne ao anúncio de fusões e aquisições, Saheen (2006) frisa que esses anúncios são eventos que frequentemente levam os investidores a reverem as suas estimativas de rendibilidade futura das empresas participantes.

Esta hipótese postula que a informação nova, disponibilizada ao mercado nos processos de fusões e aquisições, é incorporada nos preços das acções no mercado. Neste sentido alguns autores consideram que as empresas alvo obterão retornos anormais positivos em torno do anúncio de uma fusão e aquisição, enquanto as empresas adquirentes não obterão retornos anormais. No entanto, outros autores chegaram a conclusão que o retorno é positivo tanto para as empresas alvo como para as adquirentes.

Como exemplo, Asquith, Bruner e Mullins (1983); Huang e Walkling (1987); Franks e Harris (1989), consideram que os anúncios de fusões e aquisições analisados estão associados a retornos anormais tanto para accionistas adquirentes como para accionistas alvo, enquanto Maquieira, Megginson e Nail (1998) não encontraram evidências empíricas sobre esta hipótese.

Andrade et al. (2001), Beitel e Schierreck (2001) e Campa e Hernando (2006) concluíram que os ganhos anormais em torno do anúncio são inteiramente para os accionistas da empresa alvo. Esses resultados levam-nos a concluir que a informação sobre fusões e aquisições disponibilizada ao mercado e suas possíveis interpretações pelos investidores no mercado geram retornos anormais positivos.

Segundo Ruback (1987) as estimativas históricas consideram que a cotação das acções das empresas alvo aumenta em 20% nos processos de anúncio de fusões e 30% nas ofertas de aquisição. Os primeiros estudos sobre rendibilidades anormais em torno de anúncios de fusões e aquisições foram aplicados no mercado americano. Jasen e Ruback (1983) apresentaram resultados de estudos de vários autores sobre o efeito das fusões e ofertas de aquisições na cotação das acções em torno da data de anúncio, e concluíram que nas aquisições bem-sucedidas os accionistas das empresas alvo alcançaram rendibilidades anormais de 20% em fusões e 30% em ofertas públicas de aquisição. No entanto, empresas

oferentes tiveram um ganho apenas de 4% em oferta pública de aquisição e zero no caso das fusões.

Alguns anos mais tarde este tema foi estudado na Europa, particularmente, no Reino Unido. Franks e Harris (1989) examinaram os efeitos de mais de 1.800 aquisições neste país sobre a riqueza dos accionistas no período de 1955 a 1985. Concluíram que em torno da data de anúncio de fusões e aquisições as empresas alvo ganharam 25% a 30% e que as adquirentes não ganharam nada ou pequenas percentagens. Os resultados foram semelhantes nos estudos realizados recentemente na Europa, como exemplo, o estudo feito por Georgen e Renneboog (2003) sobre as ofertas públicas de aquisição no mercado doméstico europeu e transfronteiras e o seu efeito na criação de riqueza para os accionistas. Concluíram que a rendibilidade anormal acumulada, que inclui o preço de *run-up* durante o período de dois meses antes da data do anúncio, é de 23% para as empresas alvo e de apenas 0,7% para as empresas adquirentes.

Martynova e Renneboog (2006) investigaram o efeito da riqueza de curto prazo de 2.419 fusões e aquisições europeias, e concluíram que o preço *run-up* das acções é de 21% para as empresas alvo e apenas de 0,9% para as empresas oferentes.

Em Portugal, Farinha e Miranda (2003) analisaram 52 transacções de fusões e aquisições entre 1989 e 2001, e concluíram que a rendibilidade anormal acumulada é de 23% em torno da data do anúncio para os accionistas das empresas alvo.

Vários estudos mostram que o anúncio de fusões e aquisições leva a um decréscimo da cotação das acções dos oferentes. Neste sentido, Andrade et al. (2001) consideram que as fusões parecem criar valor para os accionistas em geral, mas os ganhos acumulados nos períodos de anúncio de fusões e aquisições são inteiramente dos accionistas das empresas alvo. Manne (1965) considera que pode haver diferentes efeitos sobre o preço das acções, dependendo do motivo da fusão. No caso em que o objectivo da fusão é a obtenção de controlo não figura em grande parte no preço de mercado das acções, enquanto numa fusão em que o objectivo principal é aumentar a eficiência das empresas menos eficientes, os preços das acções das empresas adquirentes tendem a diminuir e que das empresas alvo tendem a aumentar com o anúncio das fusões. Segundo Mackinlay (1997), os resultados, de maneira geral, sugerem que nas fusões e aquisições bem-sucedidas os retornos anormais das empresas alvo são elevados e positivos, enquanto os retornos anormais das empresas adquirentes são próximos de zero.

Beitel e Schierreck (2001) e Campa e Hernando (2006) analisaram o desempenho das fusões e aquisições entre bancos europeus e chegaram à conclusão que, em média, o anúncio em torno de fusões e aquisições implicam retornos positivos para os accionistas das empresas alvo, enquanto os retornos para accionistas adquirentes são, em média, ligeiramente negativos.

Várias pesquisas mostram que os retornos aos adquirentes tendem a ser negativos quando as fusões e aquisições são feitas por troca de acções e ligeiramente positivo quando a compra é em dinheiro. Neste sentido, Andrade et al. (2001) consideram que a imagem dos ganhos não é completa, visto que os resultados da amostra completa escondem uma importante distinção com base no financiamento dessas transacções. No entanto, as fusões financiadas por troca de acções, pelo menos parcialmente, têm efeitos diferentes no valor de fusões financiados em dinheiro. Neste contexto, a hipótese de sinalização proveniente do modelo de informação assimétrica de Myers e Majluf (1984) sugere que o método de pagamento pode fornecer informações valiosas ao mercado.

McCabe e Yook (1997) consideram que as aquisições em dinheiro para empresas com fluxo de caixa disponível elevado é positivo. Contudo, essas empresas ao fazerem más aquisições não são consistentes com a teoria. No que concerne ao retorno anormal em torno do anúncio de fusões e aquisições, Travlos (1987); McCabe e Yook (1997); Andrade et al. (2001); Kaplan (2006) e Shaheen (2006) chegaram à conclusão que o retorno dos adquirentes com financiamento em dinheiro é ligeiramente positivo, enquanto as financiadas com acções são significativamente negativo, enquanto as empresas alvo obtêm retornos anormais positivos em qualquer forma de financiamento, embora maior para financiamento em dinheiro.

Vários autores analisam os retornos anormais em torno do anúncio de fusões e aquisições tendo em conta o tamanho das empresas outorgantes. Neste sentido, Asquith et al. (1983) referem que a variável relativa ao tamanho é utilizada a fim de explicar dificuldades em medir retornos anormais, devido ao maior tamanho das oferentes em relação ao tamanho dos seus alvos. Assim sendo, Campa e Hernando (2006) consideram as transacções em que as empresas alvo, na maioria dos casos, são significativamente menores do que as empresas adquirentes, implicam maiores retornos para as empresas alvo, visto que as empresas alvo menores são menos complexas, e assim, a criação de valor pode ser menos problemática.

É comumente afirmado que os retornos anormais no mercado de acções nas vésperas do anúncio de fusões e aquisições provavelmente são correlacionados com alterações no desempenho após os processos de fusões e aquisições. Contudo, Campa e Hernando (2006) não creem que os retornos anormais no mercado de acções em torno da data de anúncio de fusões e aquisições são bons indicadores de *ex-post* na mudança do desempenho económico das empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições. Esta falta de correlação sugere que a capacidade de obter ganhos operacionais é difícil de ser prevista pelos mercados financeiros. No entanto, Schwert (1996) considera que o período preparatório pré-oferta e o aumento no preço das empresas alvo após o anúncio são geralmente correlacionados. Como exemplo, Kaplan (2006) refere que a mudança no valor com o anúncio das fusões e aquisições é a soma das estimativas do mercado, das sinergias de aquisição e da revalorização do valor de mercado da adquirente e da empresa alvo como entidades diferentes com base em novas informações.

Jensen e Ruback (1983) e Shaheen (2006) argumentam que os retornos para os detentores das acções da empresa alvo são maiores em operações hostis porque uma operação hostil é aquela em que o preço oferecido pelo adquirente é significativamente maior do que o preço de mercado da empresa alvo. Travlos (1987) argumenta que as aquisições hostis são geralmente transacções em dinheiro, e a diferença de resultados anteriores entre operações hostis e amigáveis é porque os pesquisadores não conseguiram controlar o método de pagamento. As ofertas de aquisição de acções geralmente oferecem dinheiro e fusões geralmente são por troca de acções. As ofertas em dinheiro, que normalmente estão associadas a aquisição hostil e, assim, os prémios mais altos, têm retornos positivos para os adquirentes, enquanto nas ofertas amigáveis, que normalmente têm prémios menores, estão associadas a retornos negativos.

1.11 Hipótese da maximização de valor para os accionistas

Esta teoria postula que a essência das fusões e aquisições deve ser a criação de valor para os accionistas das empresas outorgantes. Neste sentido, Camargos e Barbosa (2005) frisam que nos processos de fusões e aquisições, os gestores das empresas envolvidas têm como objectivo maximizar o valor dessas por meio da valorização do preço das acções no mercado, pelo que as fusões e aquisições devem valorizar a cotação das acções das empresas envolvidas. Já Firth (1980) considera que o valor é criado no longo prazo, assim a maximização da riqueza para os accionistas é susceptível de resultar se a rendibilidade das empresas aumentar após as fusões e aquisições. O autor considera que a rendibilidade pode aumentar através de criação de poder de monopólio, sinergias ou através do aumento da eficiência de gestão.

Para Asquith et al. (1983); Franks e Harris (1989) e Ely e Song (2000), as fusões e aquisições analisadas tiveram como objectivo a maximização da riqueza dos accionistas, em que tanto accionistas-alvo como adquirentes ganharam com a união das suas empresas. No entanto, Firth (1980); Denis et al. (1997) e Beitel e Schiereck (2001) nas suas análises sobre fusões e aquisições concluíram que os accionistas-alvo beneficiaram em detrimento dos accionistas adquirentes.

Para Asquith et al. (1983) os benefícios associados às fusões e aquisições podem ser traduzidos em retornos anormais para as empresas adquirentes e para as empresas alvo, dependendo da grandeza das empresas. Quando as empresas adquirentes são relativamente maiores do que as empresas alvo, os ganhos obtidos pelas empresas adquirentes são estatisticamente insignificantes. Contudo, tanto os accionistas adquirentes como os accionistas-alvo ganham com as fusões e aquisições. No entanto, Rappaport (2007) considera que as fusões e aquisições surgem como meio de sobrevivência e que a criação de valor para os accionistas não depende da valorização prévia à fusão que o mercado faz de uma empresa, mas do preço real da compra pago pela empresa adquirida ao *cash flow* do conjunto combinado de ambas as empresas.

Para Ely e Song (2000), a hipótese da maximização de riqueza postula que as empresas mais eficientes adquirem as menos eficientes, criando benefícios aos accionistas. Segundo os autores, a hipótese só se verifica quando as fusões e aquisições são benéficas para os accionistas, ou seja, quando as instituições têm uma estrutura eficiente que minimize os custos decorrentes de conflitos de agência, isto é, quando os gestores têm uma participação

significativa nas acções da empresa e pelo menos um investidor externo tenha riqueza suficiente para estar motivado em monitorar os gestores. Beitel e Schiereck (2001) chegaram à conclusão que as fusões e aquisições entre os bancos europeus criam valor para os accionistas.

Outros autores chegaram a conclusões diferentes. Neste sentido Firth (1980) chegou à conclusão que as fusões e aquisições resultam em ganhos para os accionistas das empresas alvo e aos gerentes das empresas adquirentes e as perdas são sofridas pelos accionistas das empresas adquirentes. Denis et al. (1997) chegaram à conclusão que as fusões e aquisições resultam em benefícios para os accionistas das empresas alvo em detrimento dos accionistas das empresas adquirentes.

Para Kaplan (2006) as aquisições criam valor económico, mas as aquisições feitas com financiamento em dinheiro geram mais valor do que as que são feitas por troca de acções. Maqueira et al. (1998) consideram que as fusões em conglomerado criam menos valor do que as fusões que não sejam do tipo conglomerados.

No entender de Ely e Song (2000), os conflitos de agência podem conduzir a uma redução na riqueza accionista se os gestores prosseguirem em negócios não rentáveis por razões pessoais, por exemplo, porque a compensação dos administradores está relacionada com o tamanho da organização ou porque a aquisição irá criar uma empresa maior e mais diversificada e assim diminuir o risco de perderem os seus postos de trabalho.

Há uma série de factores, que no entender de Rappaport (2007) induzem os administradores a actuarem em função dos interesses dos accionistas:

- Uma posição relativamente substancial na propriedade da empresa
- Uma remuneração vinculada ao comportamento do rendimento para os accionistas;
- Ameaça de aquisição por parte de outras empresas;
- Mercado de trabalho competitivo para gestores de grandes empresas.

Kaplan (2006) sugere que os accionistas como um grupo e os analistas devem centrar-se mais sobre o que acontece com o valor combinado, visto que muitas vezes centram-se na ideia de que uma fusão ou aquisição não é bem-sucedida se o adquirente perder valor, portanto é correcto do ponto de vista dos accionistas da adquirente, contudo irrelevante para os accionistas em geral e do ponto de vista da avaliação do efeito económico da aquisição. Se fosse para julgar o sucesso de uma fusão ou aquisição apenas pelo retorno

dos adquirentes, pode-se concluir erroneamente que as aquisições, em média não criam valor.

Rappaport (2007) afirma que sem valor para os clientes não pode haver valor para os accionistas, isto é, que os clientes satisfeitos são a fonte dos *cash flows* de longo prazo de uma empresa. No mesmo contexto, Young e O'Byrne (2001) referem que as evidências sugerem que as empresas criam valor para os accionistas apenas quando elas produzem valor para os outros intervenientes, ou seja, se os clientes não estiverem satisfeitos compram na concorrência, se os funcionários sentirem que os seus talentos não estão a ser reconhecidos e aproveitados, procuram outro lugar para ficar. Segundo Bhattacharyya e Phani (2004) os principais interessados são os accionistas, credores, fornecedores, funcionários e clientes. A criação e maximização de valor depende da gestão de conflitos de interesses dos *stakeholders* para um objectivo comum. Isso significa a maximização de valor da empresa sem comprometer os interesses de qualquer um dos *stakeholders*.

Segundo Rappaport (2007) o objectivo geral da realização de uma aquisição é idêntico ao de qualquer investimento associado a estratégia geral de uma empresa, isto é, adicionar valor. Tendo em vista a natureza competitiva do mercado existente para se obter o controlo de uma empresa, é provável que uma aquisição só crie valor para o comprador se este tiver vantagens económicas significativas como resultado da combinação.

2 Definição do objecto e objectivos de estudo

As fusões e aquisições são um dos métodos mais utilizados pelas empresas na expansão dos seus negócios. Neste sentido, considerou-se importante aprofundar e compreender este tema no mercado português.

A amostra é composta por empresas portuguesas de capital aberto, com acções negociadas na *NYSE Euronext* Lisboa. Os dados utilizados foram obtidos através das demonstrações financeiras consolidadas das empresas objecto de estudo referentes aos anos em análise. Essas demonstrações financeiras foram recolhidas na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Também foram recolhidas cotações de acções das empresas na *NYSE Euronext* Lisboa para calcular o risco sistemático dessas empresas referentes aos anos em estudo. Para o estudo foram escolhidas empresas que se envolveram em processos de fusões e aquisições em Portugal entre 2004 e 2008. Da amostra, foram excluídas as empresas financeiras, visto possuírem demonstrações financeiras bastante particulares. Foi escolhido este período por forma a obtermos informações que possibilitem uma análise de pelo menos quatro anos antes e quatro anos depois da fusão.

Para Mackinley (1997), depois de identificar o evento é necessário identificar os critérios de selecção utilizados na inclusão de determinada empresa no estudo. Actualmente não existe um mercado aberto para fusões e aquisições de pequenas e médias empresas não cotadas na bolsa, pelo que justifica a escolha das empresas de capital aberto ao investimento público. O processo de fusão e aquisição pode ser difícil, caro e normalmente demoram vários meses e envolve muita burocracia. Estes factos justificaram a realização de várias pesquisas de artigos científicos sobre o tema com o objectivo de fazer uma revisão do estado da arte sobre o tema, bem como a metodologia a aplicar.

O estudo incide sobre quatro empresas portuguesas, SEMAPA, PORTUCEL, GRUPO MEDIA CAPITAL e SUMOL+COMPAL. O objectivo é analisar se a compra da PORTUCEL pela SEMAPA, a compra do GRUPO MEDIA CAPITAL pelo GRUPO PRISA e a fusão entre a SUMOLIS e a COMPAL aumentaram a riqueza dos seus accionistas.

2.1 Breve caracterização das empresas e dos processos de fusões e aquisições

OPA SEMAPA sobre PORTUCEL:

A PORTUCEL dedica-se ao fabrico e comercialização de papel. Derivado de estratégias de consolidação em Portugal, em 2000 a empresa adquiriu a Papeis Inapa e em 2001 a Soporcel, em que o grupo passou a designar-se de PORTUCEL SOPORCEL. Em 2004 o grupo foi adquirido pela SEMAPA, empresa fundada em 1991 que opera nos sectores de pasta e papel, cimento e materiais de construção e prestação de serviços ambientais. A aquisição procedeu-se no processo de privatização da PORTUCEL e a SEMAPA lançou uma OPA sobre a primeira passando a deter 67,10%. Em 2006 a SEMAPA aumentou a sua participação para 71,81%. Esta aquisição é do tipo horizontal porque as empresas operam na mesma indústria.

OPA da PRISA sobre o GRUPO MEDIA CAPITAL:

O GRUPO MEDIA CAPITAL SGPS, S.A., foi criado em 1992, a sua actividade centra-se nas áreas da imprensa e televisão. Em 2007, na sequência de duas OPA's, o Grupo PRISA passou a deter a quase totalidade do capital da empresa (94,39%). Esta aquisição é também horizontal, visto que as empresas operam no mesmo sector.

Fusão da SUMOLIS com a COLPAL:

As duas empresas operavam no mesmo ramo de actividade (bebidas). O processo de fusão horizontal deu-se em 2008, contudo em 2005 a SUMOLIS já tinha adquirido 20% do capital social da Compal. Em 2009 a empresa passou a denominar-se de SUMOL+COMPAL, S.A.. Com a fusão a empresa passou a ser um dos maiores produtores e distribuidores de bebidas no país.

3 Estudo Empírico

3.1 Metodologias de investigação

O objectivo do presente estudo é analisar o valor criado pelas fusões e aquisições já referidas. Para analisar a criação do valor foram utilizadas indicadores tradicionais de desempenho e o EVA®. A avaliação desses indicadores é de muita importância, e neste sentido, Pinto e Machado-Santos (2011:443) afirmam que «[m]ais que aferir os resultados contabilísticos obtidos, importa avaliar igualmente um conjunto mais alargado de indicadores que forneçam informações mais incisivas acerca da performance do negócio.»

Bhattacharyya e Phani (2004) consideram que as métricas de desempenho têm um papel crucial não apenas na avaliação do desempenho actual de uma empresa, mas também no alcance de um alto desempenho e crescimento futuro. Segundo Young e O'Byrne (2001) cada métrica pode ter as suas vantagens e desvantagens e ser expresso de uma determinada forma, no entanto, todas são criadas para avaliar o sucesso da gestão em atingir os seus objectivos.

3.1.1 Indicadores tradicionais

Os indicadores tradicionais utilizados foram os seguintes:

- Resultado operacional após amortizações (EBIT)
- Total do activo (TA)
- Capital Próprio ordinário (E)
- Resultado por acção (EPS)
- Rendibilidade operacional das vendas (ROV)
- Rendibilidade do activo (ROA)
- Rendibilidade do capital investido (ROI)
- Rendibilidade do capital próprio (ROE)

Rendibilidade operacional das vendas

A rendibilidade operacional das vendas mede a percentagem das vendas depois de cobertos todos os custos de exploração, incluindo provisões e amortizações. É obtida através da seguinte fórmula:

$$ROV = \frac{EBIT (1-t)}{VOLUME DE NEGÓCIOS} \quad (3.1)$$

Onde, t é a taxa efectiva de imposto do período calculado através da divisão do imposto sobre rendimento pelo Resultado Antes de Imposto (RAI).

Rendibilidade do activo

Rendibilidade do activo (ROA) é uma medida de desempenho económico de uma empresa, em que se traduz na seguinte expressão:

$$ROA = \frac{EBIT (1-t)}{ACTIVO TOTAL} \quad (3.2)$$

Segundo Neves (200-) outro indicador semelhante ao ROA é o ROI, no entanto, este fornece uma análise mais refinada, visto que usa a rendibilidade do investimento em que não pode ser considerado como sendo activo. Pelo facto do activo ser financiado parcialmente por fornecedores e outras contas de exploração designados por passivo cíclico, passou-se a retirar-se ao activo total, o activo cíclico.

Rendibilidade do capital investido

$$ROI = \frac{EBTI (1-t)}{CAPITAL INVESTIDO} \quad (3.3)$$

Onde, Capitais Investidos (CI) correspondem aos capitais próprios e os capitais alheios. Considera-se capitais alheios os capitais alheios de médio e longo prazo e capitais alheios onerosos de curto prazo. Segundo Neves (200-) a rendibilidade dos capitais investidos tem a vantagem de reflectir num único número todos os elementos que incidem sobre o desempenho económico da empresa. No entanto, tem o inconveniente de não permitir a comparação de desempenho entre empresas de risco e dimensões diferentes. É uma métrica inadequada para a orientação das decisões de gestão em realizar investimentos com vista à criação de valor.

Rendibilidade do capital próprio.

Rendibilidade do capital próprio pode ser calculada pela seguinte fórmula:

$$ROE = \frac{\text{RESULTADO LÍQUIDO}}{\text{CAPITAL PRÓPRIO}} \quad (3.4)$$

3.1.2 Valor Económico Acrescentado - EVA®

A literatura descreve algumas razões pelas quais o lucro contabilístico falha enquanto indicador para medir o valor económico das empresas, pelo que a escolha do EVA® como melhor Indicador de desempenho justifica-se pelas críticas feitas aos indicadores tradicionais pelos autores que se seguem:

Bhattacharyya e Phani (2004) salientam que nenhuma das medidas tradicionais reflecte verdadeiramente a imagem de criação de valor por si só, mas têm que ser consideradas em conjunto com outras métricas. Segundo os autores estas medidas apresentam insuficiências devido as inconsistências a nível de valores contabilísticos, bem como nos métodos de avaliação utilizados pelos contabilistas na mensuração de activos, passivos e resultados da empresa. Já Ameels, Bruggeman e Scheipers (2002) consideram que os indicadores tradicionais de desempenho não reflectem o verdadeiro valor criado, visto que não levam em conta a noção do risco, os impactos da inflação e nem os custos de oportunidade.

Schmidt, Santos e Kloeckner (2006) consideram que a proposta de utilização do EVA® como medida de desempenho das empresas surgiu em resposta às deficiências do sistema tradicional de avaliação económico-financeiro, que embora tenha evoluído bastante com a modernização dos sistemas informáticos e com a aplicação de técnicas estatísticas, ainda não dão resposta adequada no que concerne à criação de valor para o accionista porque não contemplam o custo do capital próprio, não possibilitando assim avaliar se os resultados financeiros obtidos aumentaram ou destruíram o valor dos accionistas e da empresa.

Young e O'Byrne (2001) e Ferreira (2002b) destacam que o EVA® considera o custo de todo o capital, enquanto o resultado líquido divulgado nas demonstrações financeiras da empresa considera apenas o custo do capital alheio, ignorando o custo de oportunidade do capital próprio. Neste sentido, Ehrbar (1999) enfatiza que da mesma forma pela qual os credores exigem seus pagamentos de juros, os accionistas insistem em obter pelo menos

uma taxa de retorno mínimo aceitável sobre o dinheiro que têm em risco. Segundo o autor quando os administradores são avaliados puramente com base no resultado operacional, naturalmente tratam o capital próprio com se fosse gratuito, e acabam por utilizá-lo em demasia. Mas quando o seu desempenho é medido em termos de EVA®, os gestores automaticamente levam em conta o impacto das suas acções sobre o balanço anual.

Ferreira (2002b) considera que uma das grandes potencialidades do EVA® é que pode ser aplicado à análise de uma organização na sua totalidade ou apenas a partes dela, e que o EVA® permite medir a qualidade das equipas de decisões e gestores incentivando-os a actuar como accionistas e empresários. Young e O'Byrne (2001) defendem que o EVA® é uma ferramenta altamente eficaz de comunicação, quer para tornar os conceitos de criação de valor acessíveis aos administradores, que são, em última instância, o responsáveis pelo desempenho das empresas, como para os contactos que a empresa estabelece com os mercados de capitais. Ehrbar (1999) afirma que o EVA® oferece uma nova lente através da qual gestores vêem uma empresa, uma lente que possibilita uma percepção mais clara dos dados económicos que suportam um negócio e capacitar qualquer gestor a tomar melhores decisões.

Rappaport (2007), Young e O'Byrne (2001), Ferreira (2002b), Bhattacharyya e Phani (2004) e Schmidt et al. (2006) consideram que as empresas criam valor para os seus accionistas quando investem em projectos, produtos, tecnologias e estratégias capazes de gerar retornos superiores ao seu custo de capital (próprio e alheio). No entender de Ehrbar (1999) só existem lucros verdadeiros a partir do momento que os custos de capital como todos os demais custos tenham sido cobertos, ou seja, até que um negócio produza um lucro que seja maior do que o seu custo de capital estará a operar com prejuízo, não importa que pague imposto com se tivesse um lucro verdadeiro.

Segundo Bhattacharyya e Phani (2004) os que propõem a utilização do EVA® argumentam que esta é uma medida superior quando comparada a outras medidas de desempenho em quatro pontos:

- ✓ É mais perto dos fluxos de caixa reais da entidade empresarial;
- ✓ É fácil de calcular e compreender;
- ✓ Tem uma maior correlação com o valor de mercado da empresa;

- ✓ A sua aplicação na remuneração de funcionários leva ao entendimento entre os interesses da gestão com os dos accionistas, minimizando assim o suposto comportamento disfuncional da gestão.

Tendo em conta o que já foi dito pelos autores, justifica-se a escolha da métrica EVA® como medida de criação de valor por ser mais completa e que melhor mede o verdadeiro valor criado. Esta métrica foi desenvolvida por Joel Stern e G. Bennett Stewart III, da empresa americana de consultoria *Stern Stewart & Co.* O EVA® é obtido pela seguinte fórmula:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CI}) \quad (3.5)$$

Onde, NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) é o resultado operacional líquido de imposto ajustado e o CI corresponde ao capital investido. Entende-se aqui por capital investido, segundo Young e O'Byrne (2001), como sendo a soma de todos os financiamentos da empresa, sem os passivos correntes não onerosos, ou seja, é a soma do capital próprio com os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, pertencentes a credores. Neves (2001) frisa que o capital investido respeita ao investimento efectuado pelos credores e pelos accionistas na empresa, pelo que o passivo cíclico não deve ser considerado como capital investido por ser um financiamento espontâneo do ciclo de exploração. Segundo o autor, por norma, deduz-se ao activo e ao passivo todo passivo não remunerado, de modo a que do lado do financiamento fique apenas o capital próprio e o capital alheio remunerado.

Custo médio ponderado do capital

O WACC (*Weighted Average Cost Of Capital*) é o custo médio ponderado dos diferentes componentes de financiamento (capital próprio e alheio), e é dado pela seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = K_e \left[\frac{E}{(E+D)} \right] + K_d(1 - t) \left[\frac{D}{(E+D)} \right] \quad (3.6)$$

Onde,

K_e = custo do capital próprio

K_d = custo dos empréstimos, após impostos sobre lucros

t = taxa efectiva de imposto

E = capital próprio

D = dívida

Antes de calcular o WACC é necessário conhecer o custo do capital alheio, bem como o custo do capital próprio. Segundo Young e O'Byrne (2001) ainda que estimar o custo do capital próprio seja um processo subjectivo, as medidas de performance que ignoram tal custo não podem reunir o nível de êxito de uma empresa na geração de valor para os seus accionistas. Neste sentido, procedeu-se ao cálculo do custo do capital próprio e do capital alheio por forma a obter o custo total do capital das empresas.

Custo do capital próprio

É a taxa de retorno exigida pelos investidores por manterem o seu investimento na empresa. Para estimar o custo do capital próprio foi utilizado o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que determina o custo do capital próprio de uma empresa através do retorno esperado pelo investimento tendo em conta a relação de dependência de cada acção com o mercado global e o seu risco específico. O custo do capital próprio é calculado pela seguinte expressão:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) \quad (3.7)$$

Onde,

R_f = rendimento de aplicações sem risco

R_m = rendimento do mercado

β = factor de medida do risco da empresa em relação ao risco do mercado

$R_m - R_f$ = prémio de risco

No presente trabalho foi utilizado como R_f a taxa de obrigação do tesouro com maturidade a 10 anos obtidas no IGCP (Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público) e no relatório de estabilidade financeira publicado em Maio de 2012 pelo Banco de Portugal.

O prémio de risco ($R_m - R_f$) foi obtido num estudo feito por Gameiro (2008) no boletim económico do Banco de Portugal em que se estimou o prémio de risco nos principais mercados accionistas no período de 1995 a 2008, cujo prémio de risco atribuído ao mercado português foi de 4,31%. Este prémio foi utilizado para os períodos analisados excepto para o ano 2011. Para este ano foi utilizado o prémio de risco obtido por Fernández, Aguirreamalloa e Corres da IESE *Business School*, da universidade de Navarra no inquérito feito em Abril de 2011. Neste inquérito questionaram académicos, analistas e empresas, em que no caso de Portugal, o inquérito obteve 33 respostas válidas, sendo o valor médio indicado para o prémio de risco em Portugal de 6,5%.

O β é o risco sistemático ou de mercado, dá-nos a relação entre a rendibilidade de uma determinada acção e a rendibilidade do mercado. Foi obtido pela covariância entre a rendibilidade diária das acções das empresas e do mercado (índice PSI20) dividido pela variância do mercado. A fórmula matemática é a que se segue:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_m ; R_e)}{\sigma^2_m} \quad (3.8)$$

Onde,

Cov = covariância

R_m = a rendibilidade do mercado

R_e = rendibilidade das acções da empresa

σ^2_m = variância do mercado

Custo da dívida

É a taxa efectiva ponderada de juros de todas as dívidas actuais da empresa. É importante destacar que o valor a ser utilizado como dívida para o cálculo do custo total do capital não deve incluir passivos não onerosos. O custo da dívida é obtido pela seguinte fórmula:

$$K_d = \frac{\text{JUROS PAGOS}}{\text{DÍVIDA}} \quad (3.9)$$

Ajustamentos necessários para o cálculo do EVA®

A *Stern Stewart & Co.* identificou nas normas contabilísticas mais de 160 regras que, para eles, distorcem a noção de desempenho económico-financeiro, pelo que sugerem a sua rectificação. Neste contexto, Ehrbar (1999) frisa que os ajustamentos contabilísticos eliminam anomalias nos pressupostos contabilísticos e torna o EVA® uma medida mais exacta da criação de valor período a período. Para Rappaport (2007) estes ajustamentos têm como finalidade obter uma melhor aproximação de todo o dinheiro investido na empresa.

Segundo Rappaport (2007) embora os números baseados na contabilidade não firmam como indicadores fiáveis de criação de valor para os accionistas, não deverá ser visto como um erro contabilístico. Visto que numa análise total, o problema assenta na utilização inadequada dos dados históricos da contabilidade por parte dos directores e investidores para fazer valorização baseada nas expectativas.

De acordo com Neves (2001), enquanto analistas internos têm informações suficientes para fazer os ajustamentos, os analistas externos terão que sujeitar-se à informação proporcionada pelos relatórios de gestão publicados. Ehrbar (1999) e Bhattacharyya e Phani (2004) recomendam que só devem ser feitos ajustamentos que sejam materialmente relevantes e cuja informação seja de fácil obtenção.

Segundo Pinto e Machado-Santos (2011), normalmente não se fazem mais do que dez ajustamentos aos dados contabilísticos no cálculo do EVA®, porque mais do que conseguir uma precisão científica com estes ajustamentos, é importante assegurar a simplicidade e a consistência dos valores ao longo do tempo. Este modelo de nada servirá se pressupuser um indicador que não seja relativamente fácil de apreender por gestores não financeiros ou seja muito oneroso implementá-lo.

Dos potenciais ajustamentos efectuados às contas para efeitos do EVA® proposto pela *Stern Stewart & Co.*, neste estudo apenas se entrou em linha de conta com a capitalização de gastos com pesquisas e desenvolvimentos, amortização do *goodwill*, interesses minoritários, proveitos diferidos, provisões e impostos diferidos.

Segundo Pinto e Machado-Santos (2011) deve-se identificar as rubricas equivalentes a capital próprio e acrescentá-los ao capital investido, e posteriormente, fazer ajustamento deste aumento nos equivalentes a capital próprio nos resultados operacionais. Segundo os

autores, os gastos que não correspondem a uma saída efectiva de dinheiro e os rendimentos que não correspondem a uma entrada efectiva de dinheiro devem ser eliminados.

Neves (2001) salienta que para o cálculo do EVA® as provisões para riscos e encargos, os proveitos diferidos, os impostos diferidos e os interesses minoritários são considerados equivalentes a capital próprio. Salienta que há quem considera também como capital próprio as provisões para clientes, as provisões para existências e as amortizações do *goodwill*. Nesse caso, os clientes, as existências e as amortizações do *goodwill* reduzem, de forma incorrecta o valor contabilístico dos activos, pelo que deve-se considerar o activo pelos valores brutos.

Pesquisa e desenvolvimento

Na contabilidade os gastos com pesquisas e desenvolvimento devem ser registados como despesas à medida que vão sendo ocorridos. Segundo Young e O'Byrne (2001) os administradores operacionais tratam esses gastos como investimento e os contabilistas os tratam como despesas operacionais. Segundo Ehrbar (1999), os gastos com pesquisas e desenvolvimento devem ser capitalizados.

Amortização do *goodwill*

Os defensores do EVA® consideram que as amortizações acumuladas do *goodwill* devem ser adicionadas ao activo e as amortizações do exercício devem ser adicionadas ao resultado operacional.

Rendimentos diferidos

Os rendimentos diferidos devem ser acrescidos ao capital investido e ao resultado operacional. Segundo os proponentes do EVA® só devem ser reconhecidos os rendimentos nos períodos em que ocorrem.

Provisões

Segundo os defensores do EVA® o reconhecimento de provisões distancia o lucro contabilístico dos fluxos de caixa. Apenas os fluxos de caixa reais devem ser incluídos no cálculo do resultado operacional. Segundo Young e O'Byrne (2001) as provisões são subjectivas e poderão ser exploradas pelos administradores para ocultar o verdadeiro desempenho do negócio.

Impostos diferidos

Segundo Ehrbar (1999) os únicos impostos que devem ser deduzidos dos resultados são os impostos efectivos pagos no período, não os que poderão ser pagos numa data futura. Segundo Young e O'Byrne (2001) um activo por impostos diferidos deve ser subtraído do capital investido e adicionado se for um passivo.

3.2 Estudo de casos

O objectivo deste trabalho é responder a duas questões:

- 1- Será que as fusões e aquisições das empresas objecto de estudo, no período em análise, criaram riqueza aos accionistas e aumentaram o valor das empresas?
- 2- Será o EVA® é a métrica que melhor poderá explicar com clareza o comportamento das cotações das acções das empresas do que os indicadores tradicionais calculados?

No capítulo anterior foi descrito a metodologia utilizada para obter os resultados e concluir se efectivamente as fusões e aquisições das empresas portuguesas criaram ou destruíram valor para os seus accionistas e para as empresas. Para concluir qual é indicador que melhor explica a evolução das cotações das acções das empresas foi feita a análise de correlação linear entre a métrica EVA® e os valores obtidos através de indicadores tradicionais e a cotação das acções. De seguida fez-se a análise de regressão linear para testar a significância dos resultados obtidos.

Para obter valores dos indicadores tradicionais e do EVA® foram obtidos os dados nas demonstrações financeiras consolidadas das empresas objecto de estudo na CMVM. Para o cálculo do EVA® foram feitos ajustamentos nos resultados contabilísticos considerados materialmente relevantes, de fácil compreensão e cujos valores estão disponíveis nas demonstrações financeiras.

Para o cálculo do custo do capital próprio foi utilizado como taxa de rendibilidade de activo sem risco as taxas de obrigações do tesouro com maturidade a 10 anos que se seguem:

Tabela 1 Taxa de rendibilidade de activo sem risco

ANO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
TAXA OT	5,85%	5,15%	5,00%	3,65%	4,38%	3,35%	4,20%	4,35%	4,45%	4,75%	4,80%	13,40%*

*para o ano 2011 a taxa foi obtida no Banco de Portugal.

Fonte: IGCP e Banco de Portugal.

O prémio de risco foi obtido através do estudo feito por Gameiro (2008) no boletim económico do Banco de Portugal e pelo estudo feito por Fernández, Aguirreamalloa e Corres (2011).

Tabela 2 Prémios de risco

ANO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
(Rm-Rf)	4,31%	,4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	6,5%*

*em 2011 o prémio de risco foi obtido no estudo feito por Fernández, Aguirreamalloa e Corres da IESE *Business School*, da universidade de Navarra em Abril de 2011.

Fontes: Banco de Portugal e Fernández, Aguirreamalloa e Corres (2011).

3.2.1 Análise da OPA da SEMAPA sobre a PORTUCEL

Análise da criação de valor para os accionistas da PORTUCEL

Primeiramente foram calculados os indicadores tradicionais de desempenho, através de valores obtidos nas demonstrações financeiras das empresas. A Tabela 3 mostra a evolução das rubricas do balanço da PORTUCEL utilizados para calcular os indicadores tradicionais. Para o cálculo do EVA® foi elaborado um balanço com alguns ajustamentos considerados materialmente relevantes apresentado na Tabela 4.

Tabela 3 Balanço consolidado da Portucel

BALANÇO CONSOLIDADO PORTUCEL (Valores em euros)								
ANO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVO								
Activo não corrente	1.029.968.958	2.089.854.000	2.002.760.000	1.914.324.000	1.797.735.185	1.743.647.683	1.632.049.463	1.577.988.798
Activo Corrente	269.316.042	651.711.000	726.997.000	807.177.000	499.052.702	483.263.906	660.678.200	880.673.655
TOTAL DO ACTIVO	1.299.285.000	2.741.565.000	2.729.757.000	2.721.501.000	2.296.787.887	2.226.911.589	2.292.727.663	2.458.662.453
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio	683.163.623	1.073.351.000	1.137.209.000	1.102.873.000	1.008.797.388	1.031.955.071	1.123.611.848	1.176.244.482
PASSIVO								
Passivo não corrente	230.140.744	394.834.000	901.747.000	881.834.000	941.488.921	906.516.732	930.409.546	880.072.636
Passivo corrente	385.980.633	1.273.380.000	690.801.000	736.794.000	346.501.578	288.439.786	238.706.269	402.345.335
Total do Passivo	616.121.377	1.668.214.000	1.592.548.000	1.618.628.000	1.287.990.499	1.194.956.518	1.169.115.815	1.282.417.971
TOTAL CAPITAL PROPRIO E PASSIVO	1.299.285.000	2.741.565.000	2.729.757.000	2.721.501.000	2.296.787.887	2.226.911.589	2.292.727.663	2.458.662.453

Fonte: elaboração própria, a partir valores obtidos nas demonstrações financeiras da PORTUCEL

Tabela 4 Indicadores tradicionais de desempenho da Portucel

INDICADORES TRADICIONAIS (valores em euros)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
VENDAS	540.828.000	1.049.874.000	1.085.604.000	1.000.618.000	978.331.583	1.029.086.148	1.072.897.492	1.136.968.629
EBIT	146.510.000	167.827.000	193.576.000	118.909.000	93.834.498	132.077.426	209.311.434	260.323.032
TAXA EFECTIVA DE IMPOSTO	35%	37%	35%	5%	33%	26%	32%	34%
RESULTADO LÍQUIDO	77.238.000	71.700.000	89.486.000	66.840.000	51.283.476	63.526.136	124.652.532	153.952.062
RESULTADO POR ACÇÃO	0,178	0,138	0,117	0,087	0,067	0,083	0,162	0,201
ACTIVO TOTAL	1.299.285.000	2.741.565.000	2.729.757.000	2.721.501.000	2.296.787.887	2.226.911.589	2.292.727.663	2.458.662.453
CAPITAL PRÓPRIO (E)	683.163.623	1.073.351.000	1.137.209.000	1.102.873.000	1.008.797.388	1.031.955.071	1.123.611.848	1.176.244.482
CAPITAL INVESTIDO (CI)	913.383.907	1.468.919.843	2.039.104.064	1.984.896.018	2.072.244.308	2.016.711.402	2.064.484.970	2.117.173.308
ROA	7,4%	3,9%	4,6%	4,2%	2,74%	4,4%	6,2%	7,0%
ROE	11,31%	6,68%	7,87%	6,06%	5,08%	6,16%	11,09%	13,09%
ROI	10,48%	7,25%	6,22%	5,71%	3,03%	4,84%	6,91%	8,13%
ROV	17,69%	10,14%	11,68%	11,32%	6,42%	9,48%	13,30%	15,14%

Análise dos indicadores tradicionais - PORTUCEL

Pode-se verificar que as vendas, em média, aumentaram em 135.089.963€ após a aquisição, contudo, o ROV, em termos médios diminuiu após a aquisição. Esta redução deve-se a redução do resultado operacional em 2004 e 2005 e pelo aumento dos custos operacionais. Apesar da redução do EBIT em 2004 e 2005, em termos médios, após a aquisição houve um aumento no valor de 17.181.098€.

As rubricas resultado líquido, capital próprio e capital investido, em média, aumentaram após a aquisição, com excepção dos activos totais, contudo a ROA, em média, aumentou no período de 2004 a 2007. Este aumento justifica-se pelos aumentos nos resultados operacionais. O ROE também apresentou um aumento porque os resultados líquidos aumentaram. O ROI diminuiu após a aquisição e esta diminuição deve-se ao aumento dos capitais investidos.

Pode-se concluir que os valores dos indicadores, em média, foram superiores após a aquisição, com excepção do EPS, ROV E ROI. Contudo, não se pode concluir que a aquisição da PORTUCEL pela SEMAPA resultou na criação de valor para os accionistas com base nestes indicadores porque apresentam insuficiências. Tais insuficiências justificam-se pelo facto de esses indicadores serem obtidos através do lucro contabilístico que, como referem os proponentes do EVA®, não levam em consideração dos custos de capitais próprios e existem insuficiências na mensuração e reconhecimento de rendimentos e gastos. Estas críticas feitas aos indicadores tradicionais levou-nos a calcular a medida que segundo os seus defensores é a medida que melhor analisa a criação de valor para os accionistas e para a empresa.

Para o cálculo do EVA® fez-se alguns ajustamentos considerados materialmente relevantes, com o objectivo de calcular o lucro económico. As tabelas que se seguem são o balanço consolidado ajustado e o cálculo do Resultado operacional após imposto ajustado.

Tabela 5 Balanço consolidado ajustado da Portucel

BALANÇO CONSOLIDADO AJUSTADO (valores em euros)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVO								
Activo não corrente	1.029.969.000	2.099.058.000	2.027.039.000	1.959.155.000	1.727.490.077	1.679.908.467	1.589.903.153	1.554.462.608
Gastos com pesquisas e desenvolvimento	0	0	0	0	3.034.453	2.031.579	2.413.615	0
Activo não corrente total	1.029.969.000	2.099.058.000	2.027.039.000	1.959.155.000	1.730.524.530	1.681.940.046	1.592.316.768	1.554.462.608
Activo Corrente	270.448.000	656.141.000	729.863.000	810.738.000	499.052.702	483.263.906	660.678.200	880.673.655
TOTAL DO ACTIVO	1.300.417.000	2.755.199.000	2.756.902.000	2.769.893.000	2.229.577.232	2.165.203.952	2.252.994.968	2.435.136.263
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio	603.477.000	994.226.000	1.060.127.000	1.102.873.000	1.008.797.388	1.031.955.071	1.123.611.848	1.176.244.482
Equivalentes a capital próprio	102.904.000	206.367.000	214.474.000	139.887.000	20.014.314	40.655.962	100.445.812	183.406.450
* Gastos com pesquisas e desenvolvimento					3.034.453	2.031.579	2.413.615	0
* Rendimentos diferidos	14.965.000	18.514.000	14.686.000	10.560.000	7.767.165	12.405.914	3.962.945	55.783.915
* Activo por impostos diferidos	ND	-7.921.000	-9.972.000	-6.847.000	-70.245.108	-63.739.216	-42.146.310	-23.526.190
* Passivo por impostos diferidos	ND	88.957.000	90.105.000	76.337.000	78.339.386	88.003.675	108.226.509	113.214.050
* Amortização acumulada do goodwill	0	17.125.000	34.251.000	51.678.000	0	0	0	0
* Interesses minoritários	79.688.000	79.125.000	77.082.000	0	0	0	0	0
* Provisões	8.251.000	10.567.000	8.322.000	8.159.000	1.118.418	1.954.010	27.989.053	37.934.675
Provisões para depreciação de existências		25.000	25.000	50.000				
Provisões para cobranças duvidosas		4.405.000	2.841.000	3.511.000				
provisões para riscos e encargos		6.137.000	5.456.000	4.598.000				
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	706.381.000	1.200.593.000	1.274.601.000	1.242.760.000	1.028.811.702	1.072.611.033	1.224.057.660	1.359.650.932
Passivo não corrente	223.021.000	388.697.000	806.186.000	877.236.000	862.031.117	816.559.047	794.193.984	728.923.911
Passivo corrente	371.015.000	1.165.909.000	676.115.000	649.897.000	338.734.413	276.033.872	234.743.324	346.561.420
TOTAL PASSIVO	594.036.000	1.554.606.000	1.482.301.000	1.527.133.000	1.200.765.530	1.092.592.919	1.028.937.308	1.075.485.331
TOTAL CAPITAL PROPRIO E PASSIVO	1.300.417.000	2.755.199.000	2.756.902.000	2.769.893.000	2.229.577.232	2.165.203.952	2.252.994.968	2.435.136.263

Tabela 6 Resultado operacional ajustado da Portucel

RESULTADO OPERACIONAL AJUSTADO (valores em euros)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Resultado operacional sem ajustamentos	146.510.233	167.827.000	193.576.000	118.909.000	93.834.498	133.263.694	209.311.434	260.233.032
Ajustamentos:	23.216.000	110.125.563	103.158.125	88.226.246	20.014.314	40.655.962	100.445.812	183.406.450
* Rendimentos diferidos	14.965.000	18.514.000	14.686.000	10.560.000	7.767.165	12.405.914	3.962.945	55.783.915
* Activo por impostos diferidos	ND	-7.921.000	-9.972.000	-6.847.000	-70.245.108	-63.739.216	-42.146.310	-23.526.190
* Passivos por impostos diferidos	ND	88.957.000	90.105.000	76.337.000	78.339.386	88.003.675	108.226.509	113.214.050
* Amortização do exercício do <i>goodwill</i>	0	8.563	17.125	17.246	0	0	0	0
* Provisões	8.251.000	10.567.000	8.322.000	8.159.000	1.118.418	1.954.010	27.989.053	37.934.675
* Gastos com pesquisa e desenvolvimento	0	0	0	0	3.034.453	2.031.579	2.413.615	0
Resultado Operacional ajustado	169.726.233	277.952.563	296.734.125	207.135.246	113.848.812	173.919.656	309.757.246	443.639.482
Taxa efectiva de imposto	35%	37%	35%	5%	33%	26%	32%	34%
NOPAT	110.847.912	176.275.177	194.300.189	197.384.161	76.261.410	128.430.286	211.093.761	293.440.364

Para o cálculo do EVA® foi calculado o WACC, em que se procedeu primeiramente ao cálculo do custo do capital próprio e alheio. Para o cálculo do custo do capital próprio foi calculado o beta da empresa para cada ano o ano em análise.

Tabela 7 Beta da Portucel

BETA DA PORTUCEL							
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
0,51	0,49	0,595	0,04	0,24	0,08	0,30	1,17

O beta da empresa foi obtido com base nas cotações diárias das acções da empresa e das cotações diárias das acções do PSI20. Após o cálculo do beta procedeu-se ao cálculo do custo de oportunidade do capital próprio.

Tabela 8 Cálculo do custo do capital próprio da Portucel

CÁLCULO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rf	5,85%	5,15%	5,00%	3,65%	4,38%	3,35%	4,20%	4,35%
β	0,51	0,49	0,59	0,044	0,24	0,084	0,30	1,17
Rm-Rf	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%
Ke	8,04%	7,26%	7,56%	3,84%	5,40%	3,71%	5,50%	9,37%

Note-se que o custo do capital próprio baixou após a aquisição, com excepção do ano 2007. Após obtidos os custos dos capitais próprios foram calculados o custo médio total do capital para cada ano. As tabelas que se seguem apresentam os custos totais da empresa e os EVAs® antes e após a aquisição.

Tabela 9 Cálculo do WACC da Portucel

Cálculo do WACC	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CAPITAL PRÓPRIO (E)	706.381.000	1.200.593.000	1.274.601.000	1.242.760.000	1.028.811.702	1.072.611.033	1.224.057.660	1.359.650.932
CAPITAL PRÓPRIO + DÍVIDA (E+D)	929.402.000	1.589.290.000	2.080.787.000	2.119.996.000	1.890.842.819	1.889.170.080	2.018.251.644	2.088.574.843
E/(E+D)	76%	76%	61%	59%	54%	57%	61%	65%
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (Ke)	8,04%	7,26%	7,56%	3,84%	5,40%	3,71%	5,50%	9,37%
CAPITAL ALHEIO (D)	223.021.000	388.697.000	806.186.000	877.236.000	862.031.117	816.559.047	794.193.984	728.923.911
D/(E+D)	24%	24%	39%	41%	46%	43%	39%	35%
Kd (1-tc)	6,40%	2,84%	3,59%	3,82%	2,41%	2,46%	2,94%	3,60%
(1-TC)	65%	63%	65%	95%	67%	74%	68%	66%
WACC	7,64%	6,18%	6,02%	3,83%	4,04%	3,17%	4,49%	7,36%

É de notar que após a aquisição o custo da dívida, bem como o custo do capital próprio diminuiu. Após determinado o WACC procedeu-se ao cálculo do EVA®.

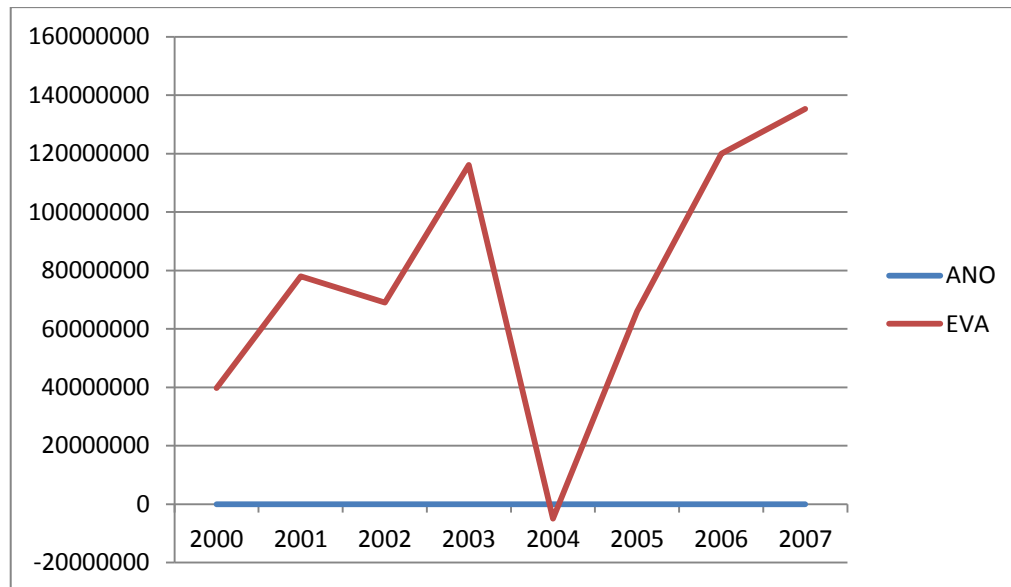
Tabela 10 Cálculo do EVA® da Portucel

Cálculo do EVA®	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
NOPAT	110.847.912	176.275.177	194.300.189	197.384.161	76.261.410	128.430.286	211.093.761	293.440.364
WACC	7,64%	6,18%	6,02%	3,83%	4,04%	3,17%	4,49%	7,36%
CI	929.481.540	1.590.024.843	2.080.935.064	2.120.185.018	2.012.800.818	1.967.409.679	2.028.715.220	2.149.431.033
EVA	39.790.988	77.999.260	68.970.665	116.159.242	-4.980.171	66.018.453	119.948.086	135.292.645

Análise da evolução do EVA® da PORTUCEL

O gráfico que se segue mostra a evolução do EVA® da PORTUCEL antes e após a aquisição desta pela SEMAPA.

Ilustração 1 Gráfico da evolução do EVA® da Portucel



Como se pode verificar no ano da aquisição a empresa apresentou um EVA® negativo no valor de 4.980.171€, o que significa que neste ano reduziu a riqueza dos accionistas. Esta redução deve-se a redução do resultado operacional. No entanto, o EVA® da empresa, em termos médios, após a aquisição aumentou em 3.339.714€, ou seja, aumentou o valor dos accionistas neste montante. O resultado leva-nos a concluir que a aquisição da PORTUCEL pela SEMAPA aumentou a riqueza dos accionistas e o valor da empresa.

Após analisar se a aquisição aumentou o valor da adquirida, segue-se a análise da empresa adquirente, a SEMAPA. As tabelas que se seguem mostram a evolução das rúbricas do balanço consolidado da empresa e dos indicadores tradicionais de desempenho da empresa antes e após a aquisição da PORTUCEL.

Tabela 11 Balanço consolidado da Semapa

BALANÇO CONSOLIDADO SEMAPA (valores em euros)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVO								
Activo não corrente	808.266.076	781.648.065	836.860.307	722.410.780	3.099.065.407	2.697.760.416	2.351.940.059	2.221.477.182
Activo Corrente	144.642.601	221.400.330	231.599.479	503.073.868	738.049.878	775.885.273	768.165.511	1.035.662.587
TOTAL DO ACTIVO	952.908.677	1.003.048.395	1.068.459.786	1.225.484.648	3.837.115.285	3.473.645.689	3.120.105.570	3.257.139.769
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio	378.737.556	408.111.795	434.323.561	245.023.432	884.050.367	1.246.552.838	1.050.769.973	1.050.698.103
PASSIVO								
Passivo não corrente	455.056.602	483.093.581	372.919.353	704.966.673	2.220.162.545	1.772.254.129	1.727.320.227	1.672.541.057
Passivo corrente	119.114.469	111.843.019	261.216.872	275.494.543	732.902.373	454.838.722	342.015.370	533.900.609
Total do Passivo	574.171.071	594.936.600	634.136.225	980.461.216	2.953.064.918	2.227.092.851	2.069.335.597	2.206.441.666
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	952.908.627	1.003.048.395	1.068.459.786	1.225.484.648	3.837.115.285	3.473.645.689	3.120.105.570	3.257.139.769

Tabela 12 Indicadores tradicionais de desempenho da Semapa

INDICADORES TRADICIONAIS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
VENDAS	465.244.606	496.587.030	491.060.511	417.821.245	716.823.947	1.487.474.720	1.318.906.769	1.435.374.724
EBIT	121.449.815	115.195.271	123.013.456	58.974.525	275.799.763	557.797.951	224.223.750	303.290.635
TAXA EFECTIVA DE IMPOSTO	40%	5%	26%	34%	14%	12%	29%	34%
RESULTADO LÍQUIDO	30.764.646	44.146.058	30.837.144	40.072.775	208.625.196	398.717.554	126.585.192	161.483.486
RESULTADO POR ACÇÃO	0,26	0,37	0,26	0,34	1,64	2,89	0,7791	1,067
ACTIVO TOTAL	952.908.677	1.003.048.395	1.068.459.786	1.225.484.648	3.837.115.285	3.473.645.689	3.120.105.570	3.257.139.769
CAPITAL PRÓPRIO	378.737.556	408.111.795	434.323.561	245.023.432	884.050.367	1.246.552.838	1.050.769.973	1.050.698.103
CAPITAL INVESTIDO	874.773.088	916.671.460	872.621.432	961.740.110	3.142.843.526	3.165.438.738	3.456.427.978	2.771.033.757
ROA	7,62%	10,92%	8,53%	3,19%	6,20%	14,05%	5,10%	6,13%
ROE	8,12%	10,82%	7,10%	16,35%	23,60%	31,99%	12,05%	15,37%
ROI	8,30%	11,95%	10,45%	4,07%	7,57%	15,42%	4,61%	7,20%
ROV	15,61%	22,06%	18,56%	9,36%	33,17%	32,82%	12,07%	13,91%

Análise dos indicadores tradicionais -SEMAPA

Como se pode verificar na Tabela 12, em média, todas as rubricas aumentaram consideravelmente após a aquisição da PORTUCEL. As vendas aumentaram, em média de 467.678.348€ para 1.239.645.040€, o EBIT aumentou de 104.658.267€ para 340.278.025€, o resultado líquido no valor de 187.397.701€.

Também houve grandes aumentos nos rácios, com excepção da ROA e ROI que apresentaram aumentos menores de, respectivamente, 7,57% para 7,87% e de 8,69% para 8,70%. O ROE teve um aumento de 10,60% para 20,75% e ROV passou de 16,40% para 22,99%. Estes resultados levam-nos a concluir que a empresa teve uma brilhante evolução após a aquisição, contudo, para melhor analisar o valor criado foi calculado o EVA® visto que, os indicadores tradicionais têm algumas insuficiências que não indicam o verdadeiro valor criado. O EVA® mede o lucro económico e reflecte o real valor criado.

A evolução dos resultados da SEMAPA obtidos pelos indicadores mostra que esta cresceu mais do que a empresa adquirida. É de salientar que a SEMAPA adquiriu outras empresas por meio das suas subsidiárias, pelo que este aumento é influenciado não só pela aquisição da PORTUCEL como também pela aquisição de outras empresas.

Para o cálculo do EVA® seguem o balanço consolidado ajustado e o apuramento do resultado operacional ajustado.

Tabela 13 Balanço consolidado ajustado da Semapa

BALANÇO CONSOLIDADO AJUSTADO (valores em euros)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVO								
Activo não corrente	808.266.076	782.545.990	918.232.141	851.826.027	2.991.837.323	2.606.624.269	2.297.532.779	2.187.772.751
Gastos com pesquisa e desenvolvimento					465.971	2.031.597	2.413.615	56
Activo não corrente total	808.266.076	782.545.990	918.232.141	851.826.027	2.992.303.294	2.608.655.866	2.299.946.394	2.187.772.807
Activo Corrente	157.869.215	234.630.164	202.741.017	480.749.048	738.049.878	775.885.273	768.165.511	1.035.662.587
TOTAL DO ACTIVO	966.135.291	1.017.176.154	1.120.973.158	1.332.575.075	3.730.353.172	3.384.541.139	3.068.111.905	3.223.435.394
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio	193.919.748	211.054.459	224.513.909	237.625.506	884.050.367	1.246.552.838	1.050.769.973	1.050.698.103
Equivalentes a capital próprio	209.514.549	236.094.206	372.328.114	232.101.987	208.268.284	242.533.883	277.140.046	347.993.026
* Gastos com pesquisas e desenvolvimento					465.971	2.031.597	2.413.615	56
* Rendimentos diferidos	5.608.259	3.894.100	3.822.328	3.138.871	22.382.300	7.194.580	18.871.415	62.276.877
* Activo por impostos diferidos	ND	0	-48.751.163	-44.993.751	-107.228.084	-91.136.147	-54.407.280	-33.704.431
* Passivos por impostos diferidos	ND	0	89.646.719	81.362.229	287.993.188	316.973.322	277.334.301	272.965.603
* Amortização acumulada do goodwill	ND	0	62.344.524	128.303.177	0	0	0	0
* Interesses minoritários	184.817.808	197.057.336	209.809.652	7.397.926	0	0	0	0
* provisões	19.088.482	35.142.770	55.456.054	56.893.535	4.654.909	7.470.531	32.927.995	46.454.921
Provisões para depreciação de existências	13.226.614	1.878.842	2.304.769	2.133.881				
provisões para cobranças duvidosas	0	11.350.992	17.587.932	20.535.050				
provisões para riscos e encargos	5.861.868	21.015.011	16.536.043	33.112.534				
provisões para investimentos financeiros	0	897.925	19.027.310	1.112.070				
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	403.434.297	447.148.665	596.842.023	469.727.493	1.092.318.651	1.489.086.721	1.327.910.019	1.398.691.129
Passivo não corrente	449.194.784	462.078.570	283.272.634	671.854.139	1.927.514.448	1.447.810.276	1.417.057.931	1.353.120.533
Passivo corrente	113.506.210	107.948.919	240.858.501	190.993.443	710.520.073	447.644.142	323.143.955	471.623.732
TOTAL PASSIVO	562.700.994	570.027.489	524.131.135	862.847.582	2.638.034.521	1.895.454.418	1.740.201.886	1.824.744.265
TOTAL CAPITAL PROPRIO E PASSIVO	966.135.291	1.017.176.154	1.120.973.158	1.332.575.075	3.730.353.172	3.384.541.139	3.068.111.905	3.223.435.394

Tabela 14 Resultado operacional ajustado da Semapa

RESULTADO OPERACIONAL AJUSTADO (valores em euros)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Resultado operacional sem ajustamentos	121.449.815	115.195.271	123.013.456	58.974.525	80.046.645	275.799.763	224.223.750	303.290.635
Ajustamentos:	24.696.741	39.036.870	111.778.194	113.726.432	208.268.284	242.533.883	277.140.046	347.993.026
* Rendimentos diferidos	5.608.259	3.894.100	3.822.328	3.138.871	22.382.300	7.194.580	18.871.415	62.276.877
* Activo por impostos diferidos	ND	0	-48.751.163	-44.993.751	-107.228.084	-91.136.147	-54.407.280	-33.704.431
* Passivos por impostos diferidos	ND	0	89.646.719	81.362.229	287.993.188	316.973.322	277.334.301	272.965.603
* Amortização do exercício do <i>goodwill</i>	ND	0	11.604.256	17.325.548	0	0	0	0
* Provisões	19.088.482	35.142.770	55.456.054	56.893.535	4.654.909	7.470.531	32.927.995	46.454.921
* Gastos com pesquisa e desenvolvimento	0	0	0	0	465.971	2.031.597	2.413.615	56
Resultado operacional ajustado	146.146.556	154.232.141	234.791.650	172.700.957	288.314.929	518.333.646	501.363.796	651.283.661
Taxa efectiva de imposto	40%	5%	26%	34%	14%	12%	29%	34%
NOPAT	146.146.555	154.232.141	234.791.650	172.700.957	288.314.929	518.333.646	501.363.796	651.283.661

Apurado o resultado operacional ajustado é necessário calcular o custo médio ponderado do capital da empresa para cada ano em análise. Para tal deve-se calcular os custos dos capitais próprios e alheios. Para calcular o custo do capital próprio em cada ano deve-se determinar primeiro o risco de mercado. A tabela seguinte apresenta o beta da empresa para cada ano em análise.

Tabela 15 Beta da Semapa

BETA DA SEMAPA							
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
0,42	0,52	0,36	0,40	0,42	0,12	0,44	0,91

Os betas foram calculados com base nas cotações diárias das acções da SEMAPA e do PSI20. Após o cálculo do risco de mercado foram calculados o custo do capital próprio para cada ano em análise.

Tabela 16 Custo do capital próprio da Semapa

CÁLCULO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
RF	5,85%	5,15%	5,00%	3,65%	4,38%	3,35%	4,20%	4,35%
β	0,42	0,52	0,36	0,40	0,42	0,12	0,44	0,91
RM-RF	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%
RE	7,65%	7,37%	6,53%	5,38%	6,20%	3,88%	6,09%	8,26%

Após o cálculo do custo do capital próprio da empresa estamos em condições de calcular o WACC. As tabelas seguintes apresentam o custo médio ponderado do capital da empresa para cada ano em análise e o EVA® da empresa antes e após a aquisição da PORTUCEL.

Tabela 17 Cálculo do WACC da Semapa

CÁLCULO DO WACC	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CAPITAL PRÓPRIO (E)	403.434.297	447.148.665	596.842.023	469.727.493	1.092.318.651	1.489.086.721	1.327.910.019	1.398.691.129
CAPITAL PRÓPRIO + DÍVIDA (E+D)	852.629.081	909.227.235	880.114.657	1.141.581.632	3.019.833.099	2.936.896.997	2.744.967.950	2.751.811.662
E/(E+D)	47%	49%	68%	41%	36%	51%	48%	51%
RE	7,65%	7,37%	6,53%	5,38%	6,20%	3,88%	6,09%	8,26%
CAPITAL ALHEIO (D)	449.194.784	462.078.570	283.272.634	671.854.139	1.927.514.448	1.447.810.276	1.417.057.931	1.353.120.533
D/(E+D)	53%	51%	32%	59%	64%	49%	52%	49%
RD	3,18%	4,67%	3,09%	1,76%	1,73%	4,77%	2,85%	3,35%
(1-TC)	60%	95%	74%	66%	86%	88%	71%	66%
WACC	5,29%	6,00%	5,43%	3,25%	3,35%	4,32%	4,42%	5,85%

Determinado o custo do capital total estamos em condições de calcular o EVA®. A tabela que se segue apresenta o valores do EVA® antes e após a aquisição.

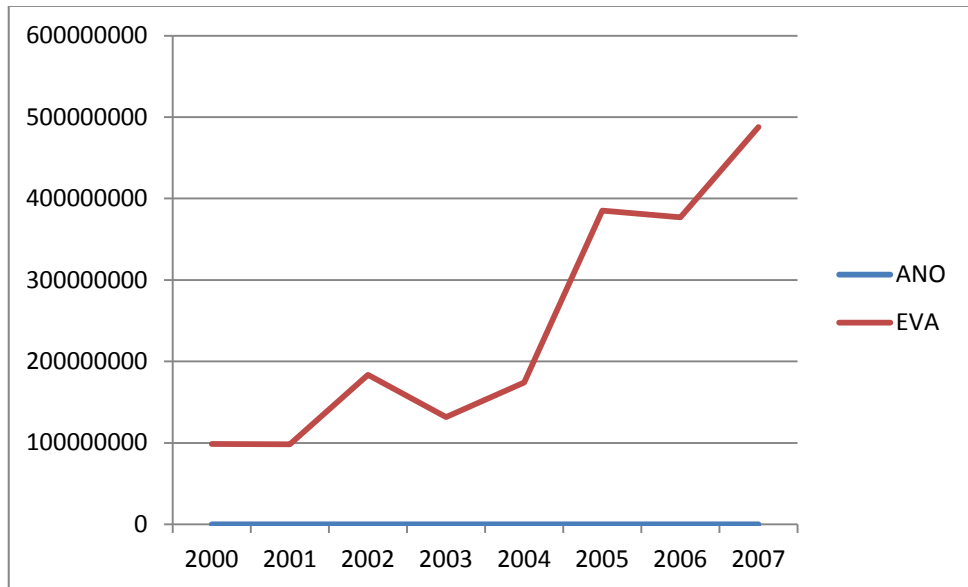
Tabela 18 Cálculo do EVA® da Semapa

CÁLCULO DO EVA	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
NOPAT	146.146.555	154.232.141	234.791.650	172.700.957	288.314.929	518.333.646	501.363.796	651.283.661
WACC	5,29%	6,00%	5,43%	3,25%	3,35%	4,32%	4,42%	5,85%
CAPITAIS INVESTIDOS	893.608.011	934.693.319	945.493.175	1.259.171.637	3.406.141.713	3.083.528.768	2.812.805.728	2.799.606.259
EVA	98.853.863	98.155.069	183.479.401	131.795.256	174.271.600	385.091.834	377.084.188	487.631.306

Análise da evolução do EVA® da SEMAPA

O gráfico que se segue mostra a evolução do EVA® da SEMAPA antes e depois da compra da PORTUCEL.

Ilustração 2 Gráfico da evolução do EVA® da Semapa



Diante dos resultados verifica-se um aumento contínuo do EVA® após a aquisição. A empresa aumentou o seu EVA® após a aquisição não só pelos brilhantes aumentos nos resultados operacionais, mas também na redução do WACC. Leva-nos a concluir que a empresa aumentou a riqueza de forma a compensar o capital investido e o risco da actividade. A empresa nos períodos anteriores à aquisição apresentava um EVA®, em média de 128.070. 897€. Após a fusão o aumento é extremamente elevado, ascendendo a 356.019.732€.

Este resultado leva-nos a concluir que a empresa antes da aquisição estava a gerar valor para os seus accionistas, contudo o aumento deste valor após a aquisição é surpreendente, pelo que mostra que a aquisição foi bastante rentável para a empresa e para os seus accionistas.

3.2.2 Análise da OPA do GRUPO PRISA sobre GRUPO MEDIA CAPITAL

GRUPO MEDIA CAPITAL foi adquirido na sequência de duas OPAs feitas pelo GRUPO PRISA. A Tabela 19 mostra a evolução no balanço consolidado antes da aquisição e a Tabela 20 mostra a evolução dos indicadores tradicionais do grupo antes e após a aquisição.

Tabela 19 Balanço consolidado do Grupo Media Capital

BALANÇO CONSOLIDADO (valores em euros)								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ACTIVO								
Activo não corrente	195.826.387	226.104.553	286.559.083	269.635.232	262.344.758	290.393.068	291.645.121	279.737.163
Activo Corrente	122.007.953	116.436.588	63.837.826	79.006.132	150.591.426	157.731.230	145.945.381	127.076.971
TOTAL DO ACTIVO	317.834.340	342.541.141	350.396.909	348.641.364	412.936.184	448.124.298	437.590.502	406.814.134
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio	-16.367.661	106.992.378	131.368.897	146.847.910	173.439.583	137.555.345	134.211.378	129.130.010
Passivo não corrente	190.379.793	123.841.393	99.678.037	60.209.891	115.141.176	150.610.208	146.074.709	57.786.251
Passivo corrente	143.822.208	111.707.370	119.349.975	141.583.563	124.355.425	159.958.745	157.304.415	219.897.873
Total do Passivo	334.202.001	235.548.763	219.028.012	201.793.454	239.496.601	310.568.953	303.379.124	277.684.124
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	317.834.340	342.541.141	350.396.909	348.641.364	412.936.184	448.124.298	437.590.502	406.814.134

Fonte: elaboração própria a partir dos balanços da empresa.

Tabela 20 Indicadores tradicionais de desempenho do Grupo Media Capital

INDICADORES TRADICIONAIS	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
VENDAS E PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS	194.901.225	18.552.380	28.087.013	198.452.202	204.096.195	269.790.339	244.386.787	223.874.806
EBIT	5.576.801	28.197.817	28.726.080	32.867.117	34.367.060	38.525.474	37.598.033	27.305.973
TAXA EFECTIVA DE IMPOSTO	2%	40%	35%	35%	51%	32%	34%	39%
RESULTADO LÍQUIDO	-43.512.708	9.884.293	12.740.134	15.554.645	30.320.972	21.365.712	18.701.902	113.573.130
RESULTADO POR ACÇÃO	0	0,1284	0,1493	0,18	0,3578	0,2341	0,2084	0,1467
ACTIVO TOTAL	317.834.340	342.541.141	350.396.909	348.641.364	412.936.184	448.124.298	437.590.502	406.814.134
CAPITAL PRÓPRIO	-16.367.661	106.992.378	131.368.897	146.847.910	173.439.583	137.555.345	134.211.378	129.130.010
CAPITAL INVESTIDO	174.012.132	242.800.334	252.790.666	235.658.899	289.974.802	303.824.409	282.266.201	265.894.000
ROA	1,71%	4,97%	5,30%	6,12%	4,06%	5,85%	5,68%	4,10%
ROE	0%	9%	10%	11%	17%	16%	14%	88%
ROI	3,13%	7,02%	7,35%	9,06%	5,78%	8,63%	8,81%	6,28%
ROV	2,86%	91,84%	66,16%	10,76%	8,21%	9,72%	10,18%	7,46%

Análise dos indicadores tradicionais- GRUPO MEDIA CAPITAL

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 20 verifica-se que a empresa teve um aumento, em média considerável em todos os indicadores com excepção do ROV. As vendas antes da OPA foram de 109.998.205€ após a OPA ascendiam a 235.537.035€, o resultado líquido antes da aquisição era negativo no valor de 1.333.409€ e após a aquisição aumentou para 45.990.429€.

O ROE teve um aumento considerável, sendo os valores antes e após a aquisição respectivamente de 7,4% e de 33,7%. Este aumento deve-se ao elevado aumento no resultado líquido após a aquisição. Contrariamente a ROV teve um decréscimo acentuado em que os valores antes e após a aquisição ascendiam a 42,9% e 8,9% respectivamente. Esta diminuição justifica-se pelo facto de as vendas terem aumentado consideravelmente, enquanto os EBITs não aumentaram na mesma proporção.

Perante estes resultados conclui-se que os resultados da empresa evoluíram após a OPA da PRISA. Como já foi referido estes indicadores não evidenciam o verdadeiro valor criado, pelo que procedeu-se ao cálculo e a análise do EVA®.

As Tabelas que se seguem mostram a evolução das rubricas do balanço ajustado e os resultados operacionais ajustados.

Tabela 21 Balanço consolidado do Grupo Media Capital

BALANÇO CONSOLIDADO AJUSTADO (valores em euros)								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ACTIVO								
Activo não corrente	193.371.737	274.773.952	272.867.800	264.076.037	260.414.527	286.739.674	286.310.126	274.194.072
Despesas com pesquisa e desenvolvimento		0	0	0	0	0	0	0
Total activo não corrente	193.371.737	274.773.952	272.867.800	264.076.037	260.414.527	286.739.674	286.310.126	274.194.072
Activo Corrente	148.737.149	47.746.117	63.837.826	79.006.132	150.591.426	157.731.230	145.945.381	127.076.971
TOTAL DO ACTIVO	342.108.886	322.520.069	336.705.626	343.082.169	411.005.953	444.470.904	432.255.507	401.271.043
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio	-19.631.130	112.479.365	131.368.897	146.847.910	173.439.583	137.555.345	134.211.378	129.130.010
Equivalentes a capital próprio	39.865.593	-6.882.978	1.561.463	8.053.939	12.721.555	11.666.598	16.454.950	12.720.014
* Despesas de pesquisa e desenvolvimento				0	0		0	0
* Rendimentos diferidos	3.971.118	5.020.320	6.956.163	6.679.341	7.343.245	7.989.059	13.008.340	8.783.246
* Activo por impostos diferidos	-2.454.650	-20.718.055	-13.691.283	-5.559.195	-1.930.231	-3.653.394	-5.334.995	-5.543.091
* Passivo por impostos diferidos	540.771	2.091.970	1.277.335	894.479	56.656	22.614	1.637.538	1.611.670
* Amortização do <i>goodwill</i>	ND	0	0	0	0	0	0	0
* Interesses minoritários	3.263.469	0	0	0	0	0	0	0
* Provisões	34.544.885	6.722.787	7.019.248	6.039.314	7.251.885	7.308.319	7.144.067	7.868.189
Provisões para depreciações de Existências	52.423							
Provisões para cobrança duvidosa	26.676.773							
Provisões para riscos e encargos	7.815.689							
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	20.234.463	105.596.387	132.930.360	154.901.849	186.161.138	149.221.943	150.666.328	141.850.024
Passivo não corrente	182.564.104	114.897.463	91.381.454	53.276.098	107.832.635	143.279.275	137.293.104	48.306.392
Passivo corrente	139.310.319	102.026.219	112.393.812	134.904.222	117.012.180	151.969.686	144.296.075	211.114.627
TOTAL PASSIVO	321.874.423	216.923.682	203.775.266	188.180.320	224.844.815	295.248.961	281.589.179	259.421.019
TOTAL CAPITAL PROPRIO E PASSIVO	342.108.886	322.520.069	336.705.626	343.082.169	411.005.953	444.470.904	432.255.507	401.271.043

Tabela 22 Resultado operacional ajustado do Grupo Media Capital

RESULTADO OPERACIONAL AJUSTADO (valores em euros)								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Resultado operacional sem ajustamentos	5.576.801	28.197.817	28.726.080	33.430.678	34.367.060	38.525.474	37.598.033	27.305.973
Ajustamentos:	36.602.124	-6.882.978	1.561.463	8.053.939	12.721.555	11.666.598	16.454.950	12.720.014
* Rendimentos diferidos	3.971.118	5.020.320	6.956.163	6.679.341	7.343.245	7.989.059	13.008.340	8.783.246
* Activo por impostos diferidos	-2.454.650	-	-	-5.559.195	-1.930.231	-3.653.394	-5.334.995	-5.543.091
* Passivo por impostos diferidos	540.771	2.091.970	1.277.335	894.479	56.656	22.614	1.637.538	1.611.670
* Provisões	34.544.885	6.722.787	7.019.248	6.039.314	7.251.885	7.308.319	7.144.067	7.868.189
* Amortização do exercício <i>goodwill</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
Despesas de pesquisa e desenvolvimento	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado operacional ajustado	42.178.925	21.314.839	30.287.543	41.484.617	47.088.615	50.192.072	54.052.983	40.025.987
Taxa efectiva de imposto	2,44%	39,6%	35,3%	35,0%	51,2%	31,9%	34%	38,9%
NOPAT	41.147.705	12.879.636	19.592.451	26.945.029	22.962.482	34.166.813	35.758.265	24.474.830

Após o cálculo do NOPAT é preciso apurar o custo total do capital e, por fim, calcular o valor do EVA®. Para tal foi calculado primeiramente o beta da empresa e o custo do capital próprio para cada ano em análise. A tabela que se segue apresenta o beta da empresa ao longo do período.

Tabela 23 Beta do Grupo Media Capital

BETA MEDIA CAPITAL							
2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
0,64*	0,64	0,434	-0,05	0,41	0,91	0,11	0,13

*a empresa neste ano ainda não se encontrava cotada pelo que não foi possível calcular o seu beta neste ano, logo considerou-se que o beta é igual ao de 2004.

Após o apuramento do beta calculou-se o custo do capital próprio da empresa para cada ano em análise. Os valores são os apresentados na seguinte tabela:

Tabela 24 Cálculo do custo do capital próprio do Grupo Media Capital

CÁLCULO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rf	3,65%	4,38%	3,35%	4,20%	4,35%	4,45%	4,75%	4,80%
B	0,64	0,64	0,43	-0,05	0,41	0,91	0,11	0,13
Rm-Rf	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%
Ke	6,41%	7,12%	5,22%	3,97%	6,11%	8,37%	5,22%	5,34%

Obtidos os valores do custo do capital próprio calculou-se o WACC e o EVA® que são apresentados nas tabelas que se seguem:

Tabela 25 Cálculo do WACC do Grupo Media Capital

CÁLCULO DO WACC	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CAPITAL PRÓPRIO	20.234.463	105.596.387	132.930.360	154.901.849	186.161.138	149.221.943	150.666.328	141.850.024
CAPITAL PRÓPRIO + DÍVIDA	202.798.567	220.493.850	224.311.814	208.177.947	293.993.773	292.501.218	287.959.432	190.156.416
E/(E+D)	10%	48%	59%	74%	63%	51%	52%	75%
RE	6,41%	7,12%	5,22%	3,97%	6,11%	8,37%	5,22%	5,34%
DÍVIDA	182.564.104	114.897.463	91.381.454	53.276.098	107.832.635	143.279.275	137.293.104	48.306.392
D/(E+D)	90%	52%	41%	26%	37%	49%	48%	25%
RD	7,74%	5,71%	5,41%	5,24%	4,04%	4,33%	2,75%	2,08%
(1-TC)	97,56%	60,43%	64,69%	64,95%	48,76%	68,07%	66,15%	61,15%
WACC	7,61%	6,38%	5,30%	4,29%	5,35%	6,39%	4,04%	4,51%

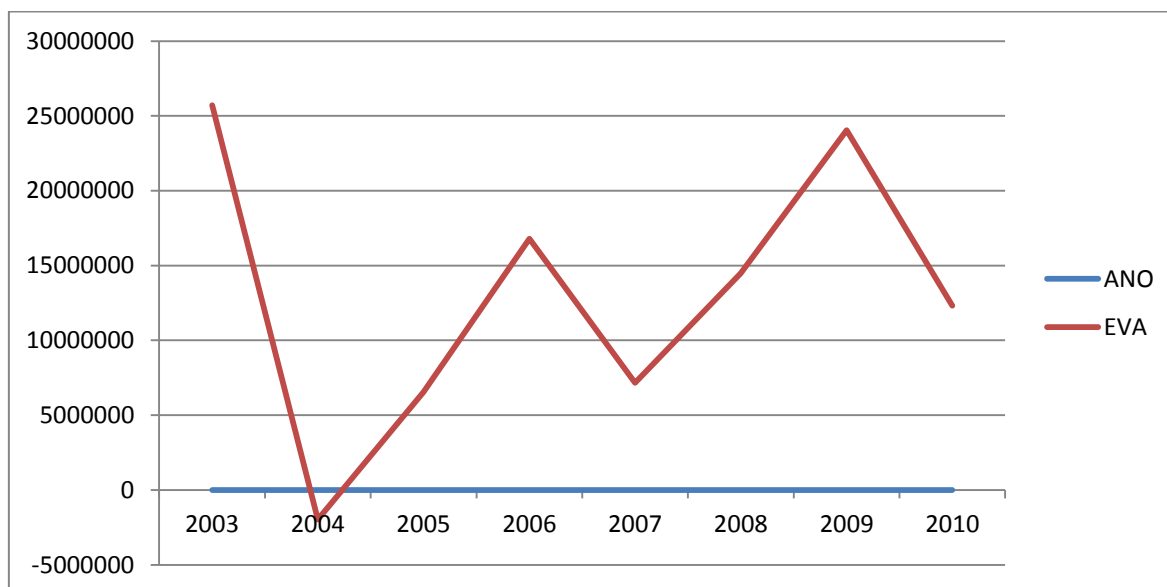
Tabela 26 Cálculo do EVA® do Grupo Media Capital

CÁLCULO DO EVA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
NOPAT	41.147.705	12.879.636	19.592.451	26.945.029	22.962.482	34.166.813	35.758.265	24.474.830
WACC	7,61%	6,38%	5,30%	4,29%	5,35%	6,39%	4,04%	4,51%
CI	202.798.567	232.460.413	246.055.546	236.779.045	295.387.816	308.160.074	289.939.546	269.134.155
EVA	25.711.861	-1.962.777	6.554.945	16.782.004	7.157.606	14.474.356	24.040.116	12.326.672

Análise do EVA® do GRUPO MEDIA CAPITAL

O gráfico seguinte apresenta a evolução do EVA® do grupo antes e depois da aquisição.

Ilustração 3 Gráfico da evolução do EVA® do Grupo Media Capital



Embora a visão da contabilidade nos forneça melhores aumentos nos indicadores tradicionais, no entanto, não é suficiente para concluirmos que a OPA criou ou destruiu a riqueza dos accionistas e o valor da empresa.

O EVA® da empresa, em média após a OPA aumentou em 2.728.179, contudo, no ano da aquisição (2007) verificou-se uma redução do EVA® em relação ao período precedente. Apesar de o crescimento do EVA® após a aquisição não se apresentar de forma contínuo, no entanto, aumentou em termos médios, pelo que se conclui que houve criação de riqueza para os accionistas e para a empresa.

3.2.3 Análise da fusão da SUMOLIS com a COMPAL

A análise que se segue é da fusão da SUMOLIS com a COMPAL. Esta fusão do tipo horizontal deu-se em 2008 com a incorporação da COMPAL na SUMOLIS, passando a empresa combinada a denominar-se de SUMOL+COMPAL.

As tabelas que se seguem apresentam a evolução das rubricas do balanço consolidado e dos indicadores tradicionais de desempenho da empresa antes e depois da fusão.

Tabela 27 Balanço consolidado da Sumol + Compal

BALANÇO CONSOLIDADO (valores em euros)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ACTIVO								
Activo não corrente	97.047.275	121.636.865	119.529.178	116.635.395	510.707.894	505.143.299	493.541.726	486.603.702
Activo Corrente	55.616.794	49.842.906	58.741.161	60.790.352	137.725.891	120.701.973	107.119.529	101.237.427
TOTAL DO ACTIVO	152.664.069	171.479.771	178.270.339	177.425.748	648.433.785	625.845.272	600.661.255	587.841.129
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio	80.656.867	78.239.808	83.687.494	84.254.968	149.099.456	135.436.323	134.019.718	136.198.232
Passivo não corrente	21.016.766	14.156.868	32.069.561	24.012.827	341.689.299	326.191.103	319.256.811	271.739.386
Passivo corrente	50.990.435	79.083.096	62.513.284	69.157.953	157.645.029	164.217.846	147.384.726	179.903.511
Total do Passivo	72.007.202	93.239.964	94.582.846	93.170.780	499.334.329	490.408.949	466.641.537	451.642.897
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	152.664.069	171.479.771	178.270.339	177.425.748	648.433.785	625.845.272	600.661.255	587.841.129

Tabela 28 Indicadores tradicionais de desempenho da Sumol + Compal

INDICADORES TRADICIONAIS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
VENDAS	170.261.888	162.212.590	172.772.366	172.189.029	337.104.135	327.010.161	342.685.814	331.558.596
EBIT	4.106.505	1.435.804	6.635.324	6.598.416	6.672.397	17.523.890	31.953.540	27.845.703
TAXA EFECTIVA DE IMPOSTO	25,00%*	5,60%	21,83%	67,62%	21,89%	10,80%	30,48%	29,60%
RESULTADO LÍQUIDO	-1.552.258	-1.295.551	1.807.425	257.283	-14.040.228	-5.877.758	9.442.132	6.162.487
RESULTADO POR ACÇÃO	-0,03	-0,03	0,04	0,01	-0,14	-0,06	0,1	0,06
ACTIVO TOTAL	152.664.069	171.479.771	178.270.339	177.425.748	648.433.785	625.845.272	600.661.255	587.841.129
CAPITAL PRÓPRIO (E)	80.656.867	78.239.808	83.687.494	84.254.968	149.099.456	135.436.323	134.019.718	136.198.232
CAPITAL INVESTIDO (CI)	109.288.215	122.346.945	124.155.735	119.458.997	512.204.629	482.279.384	473.003.397	443.793.375
ROV	1,81%	0,84%	3,00%	1,24%	1,55%	4,78%	6,48%	5,91%
ROA	2,02%	0,79%	2,91%	1,20%	0,80%	2,50%	3,70%	3,33%
ROE	-1,92%	-1,66%	2,16%	0,31%	-9,42%	-4,34%	7,05%	4,52%
ROI	2,82%	1,11%	4,18%	1,79%	1,02%	3,24%	4,70%	4,42%

*a taxa efectiva calculada foi de 103%, contudo optou-se por aplicar uma taxa de 25% porque a taxa calculada não é aplicável porque a empresa apresentou RL negativo.

Análise de indicadores tradicionais – SUMOL + COMPAL

É de notar que os dados de 2008 dizem respeito a uma realidade diferente da dos anos anteriores. De facto, o processo de integração que deu origem à SUMOL+COMPAL, embora efectuado nos últimos quatro meses do ano 2008, produziu efeitos a 1 de Janeiro de 2008. Naturalmente, a dimensão e estrutura das organizações antes e depois daquela data é totalmente distinta, o que limita a comparabilidade dos indicadores de 2008 com os anos precedentes à fusão.

Segundo Neves (2001) quando se pretende fazer uma análise da eficiência da sociedade incorporante em termos de crescimento, há que proceder a uma série de ajustamentos antes e no ano da fusão, de modo a que se considerem sempre 12 meses de fluxos de actividade das duas empresas em cada um dos anos. No caso desta fusão só temos demonstrações financeiras da empresa incorporante antes da fusão e demonstrações financeiras consolidadas da empresa combinada após a fusão, ou seja, as rubricas já incluem o valor das duas empresas. Como não temos as demonstrações financeiras da COMPAL (empresa incorporada) não foi possível fazer os ajustamentos.

Não podendo comparar os valores dos indicadores antes da fusão com os indicadores após a fusão procedeu-se ao cálculo da taxa de crescimento dos indicadores antes e depois da fusão, com o objectivo de verificar se a empresa aumentou ou não a sua eficiência após a fusão. A tabela que se segue mostra a taxa de crescimento dos indicadores tradicionais antes e depois da fusão entre as duas empresas.

Tabela 29 Taxa de crescimento dos indicadores tradicionais antes e depois da fusão

	Vendas	EBIT	RL	ROV	ROA	ROE	ROI
Antes							
2004-2005	-4,73%	-65,04%	-16,54%	-53,81%	-60,82%	-13,96%	-60,69%
2005-2006	6,51%	362,13%	-239,51%	259,30%	268,11%	30,43%	277,12%
2006-2007	-0,34%	-0,56%	-85,77%	-58,67%	-58,62%	-85,86%	-57,19%
Média	0,48%	98,85%	-113,94%	48,94%	49,56%	-23,13%	53,08%
Depois							
2008-2009	-2,99%	162,63%	-58,14%	209,19%	209,19%	-53,91%	218,54%
2009-2010	4,79%	82,34%	-260,64%	35,62%	48,08%	62,34%	44,91%
2010-2011	-3,25%	-12,86%	-34,73%	-8,79%	-9,83%	-35,78%	-5,94%
Média	-0,48%	77,37%	-117,84%	78,67%	82,48%	-9,12%	85,84%

Diante dos resultados podemos verificar que nas rubricas VENDAS, EBIT e RL a empresa apresentou melhores resultados antes da fusão. No entanto, os indicadores ROV, ROA, ROE e ROI faram melhores após a fusão. Não devemos nos esquecer que a realidade económica do país e de diversos países são diferentes, visto que com o início da crise sentida em 2008 diversas empresas foram afectadas, pelo que a diminuição dos resultados podem ser explicados por esta crise. Contudo, tendo em conta aos indicadores, a empresa, apesar da crise evoluiu após a fusão.

É sabido que estes indicadores apresentam insuficiências que não nos possibilita tirar conclusões se efectivamente a fusão aumentou o valor da empresa, pelo que procedeu-se ao cálculo do EVA® para analisar o verdadeiro valor criado.

Os proponentes do EVA® sugerem uma série de ajustamentos necessários para o cálculo destes. No presente estudo fez-se os ajustamentos considerados materialmente relevantes.

As tabelas que se seguem apresentam o balanço consolidado ajustado e o cálculo dos resultados operacionais ajustados.

Tabela 30 Balanço consolidado ajustado da Sumol + Compal

BALANÇO CONSOLIDADO AJUSTADO (valores em euros)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ACTIVO								
Activo não corrente	96.438.503	121.088.236	117.925.050	113.350.194	501.120.772	491.105.550	485.975.271	482.038.000
Activo Corrente	55.616.794	49.842.906	58.741.161	60.790.352	137.725.891	120.701.973	107.119.529	101.237.427
TOTAL DO ACTIVO	152.055.297	170.931.142	176.666.211	174.140.546	638.846.663	611.807.524	593.094.800	583.275.427
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio	80.656.867	78.239.808	83.687.494	84.254.968	149.099.456	135.436.323	134.019.718	136.198.232
Equivalentes a capital próprio	536.959	1.488.109	-195.043	-1.712.620	65.252.919	63.817.078	69.764.061	71.360.180
* Despesas com pesquisa e desenvolvimento		0	0	0	0	0	0	0
* Rendimentos diferidos	404.992	1.024.093	744.721	1.045.057	718.956	4.857.834	4.045.997	3.528.402
* Activos por Impostos diferidos	-2.394.614	-2.334.472	-3.389.970	-3.285.202	-9.587.122	-14.037.749	-7.566.455	-4.565.702
* Passivo por impostos diferidos	637.722	670.021	541.346	476.813	71.541.178	71.196.804	72.081.000	71.355.974
* Provisões	103.018	342.624	123.018	50.712	2.579.907	1.800.189	1.203.520	1.041.506
* Amortizações acumuladas do <i>goodwill</i>	1.785.842	1.785.842	1.785.842	0	0	0	0	0
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	81.193.826	79.727.917	83.492.451	82.542.348	214.352.375	199.253.402	203.783.779	207.558.412
Passivo não corrente	20.276.027	13.144.222	31.405.197	23.485.302	267.568.214	253.194.110	245.972.292	199.341.906
Passivo corrente	50.585.443	78.059.003	61.768.563	68.112.896	156.926.073	159.360.012	143.338.729	176.375.109
TOTAL PASSIVO	70.861.471	91.203.225	93.173.761	91.598.198	424.494.288	412.554.122	389.311.021	375.717.015
TOTAL CAPITAL PROPRIO E PASSIVO	152.055.297	170.931.142	176.666.211	174.140.546	638.846.663	611.807.524	593.094.800	583.275.427

Tabela 31 Resultado Operacional ajustado da Sumol + Compal

RESULTADO OPERACIONAL AJUSTADO (valores em euros)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado operacional sem ajustamentos	4.106.505	1.445.804	6.635.324	6.598.416	6.672.397	17.523.890	31.953.540	27.845.703
Ajustamentos:	23.274	-297.733	-1.980.885	-1.712.620	65.252.919	63.817.078	69.764.061	71.360.180
* Despesas com pesquisa e desenvolvimento	0	0	0	0	0	0	0	0
* Amortização do exercício do goodwill	1.272.157	0	0		0	0	0	0
*provisões	103.018	342.624	123.018	50.712	2.579.907	1.800.189	1.203.520	1.041.506
*Activo por imposto diferido	-2.394.614	-2.334.472	-3.389.970	-3.285.202	-9.587.122	-14.037.749	-7.566.455	-4.565.702
*passivo por impostos diferidos	637.722	670.021	541.346	476.813	71.541.178	71.196.804	72.081.000	71.355.974
*Rendimentos diferidos	404.992	1.024.093	744.721	1.045.057	718.956	4.857.834	4.045.997	3.528.402
Resultado Operacional ajustado (NOPAT)	4.129.779	1.148.072	4.654.439	4.885.797	71.925.316	81.340.968	101.717.601	99.205.882
Taxa de imposto efectiva								
	25%	5,6%	21,8%	67,6%	21,9%	10,8%	30%	30%
NOPAT (1-Tc)	3.097.334	1.083.743	3.638.368	1.581.891	56.178.090	72.554.458	70.717.041	69.844.761

Tendo apurado o NOPAT, calculou-se o custo do capital próprio para se poder calcular o WACC e o EVA®. Para calcular o custo do capital próprio determinou-se o beta da empresa para cada ano em análise. O beta apurado para cada ano em análise apresentados são os que se seguem:

Tabela 32 Beta da Sumol + Compal

BETA SUMOL+COMPAL							
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0,70	0,12	0,005	0,05	-0,16	-0,19	0,02	0,10

Após o cálculo do beta procedeu-se ao cálculo do custo do capital próprio, em que os valores estão apresentados na tabela seguinte:

Tabela 33 Cálculo do custo do capital próprio da Sumol + Compal

CÁLCULO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (RE)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
RF	4,38%	3,35%	4,20%	4,35%	4,45%	4,75%	4,80%	13,40%
B	0,70	0,12	0,005	0,054	-0,16	-0,19	0,016	0,10
RM-RF	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%	6,50%
RE	7,41%	3,89%	4,22%	4,58%	3,77%	3,92%	4,87%	14,07%

O aumento do custo do capital próprio em 2011 deve-se à situação económica actualmente vivida, com a crise a taxa da obrigação do tesouro disparou, bem como o prémio de risco exigido pelos investidores. Após o cálculo do custo do capital próprio calculou-se o WACC e posteriormente calculou-se o EVA®. As tabelas que se seguem apresentam o custo médio ponderado do capital e o EVA® para cada ano em análise.

Tabela 34 Cálculo do WACC da Sumol + Compal

Cálculo do WACC	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
CAPITAL PRÓPRIO (E)	81.193.826	79.727.917	83.492.451	82.542.348	214.352.375	199.253.402	203.783.779	207.558.412
CAPITAL PRÓPRIO + DÍVIDA (E+D)	101.469.854	92.872.139	114.897.648	106.027.650	481.920.589	452.447.511	449.756.071	406.900.318
E/(E+D)	80%	86%	73%	78%	44%	44%	45%	51%
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (RE)	7,41%	3,89%	4,22%	4,58%	3,77%	3,92%	4,87%	14,07%
CAPITAL ALHEIO (D)	20.276.027	13.144.222	31.405.197	23.485.302	267.568.214	253.194.110	245.972.292	199.341.906
D/(E+D)	20%	14%	27%	22%	56%	56%	55%	49%
RD (1-tc)	5,30%	4,60%	6,41%	3,47%	6,05%	6,45%	3,32%	4,46%
(1-TC)	75,0%	94,4%	78,2%	32,4%	78,1%	89,2%	69,5%	70,4%
WACC	6,99%	3,99%	4,82%	4,34%	5,03%	5,34%	4,02%	9,37%

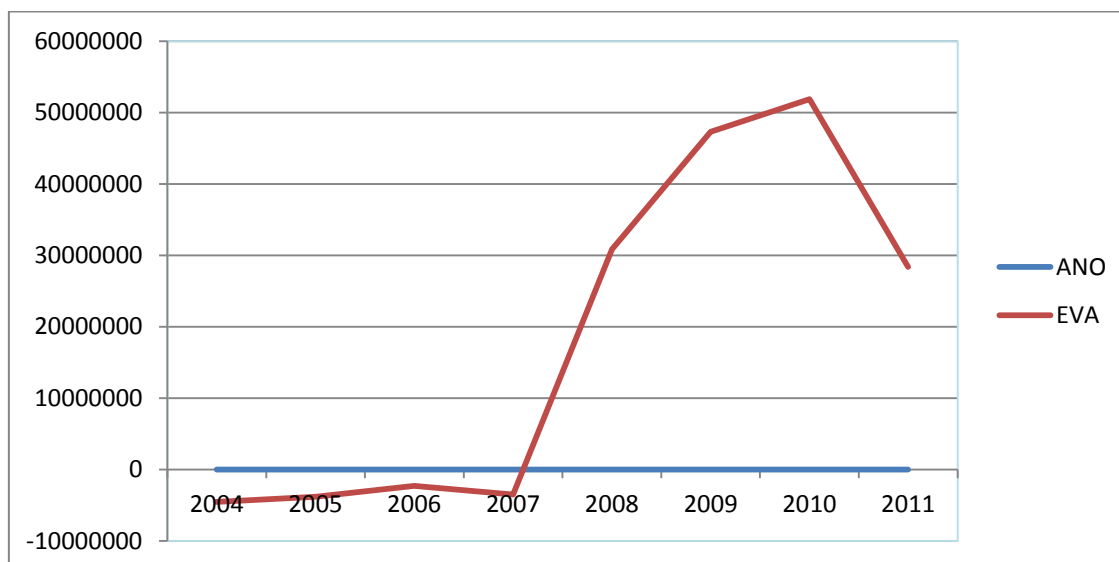
Tabela 35 Cálculo do EVA® da Sumol + Compal

Cálculo do EVA®	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NOPAT (1-Tc)	3.097.334	1.083.743	3.638.368	1.581.891	56.178.090	72.554.458	70.717.041	69.844.761
WACC	6,99%	3,99%	4,82%	4,34%	5,03%	5,34%	4,02%	9,37%
CI	109.084.435	122.822.408	123.296.328	117.218.852	503.336.463	473.099.469	469.482.939	442.756.075
EVA	-4.523.917	-3.813.727	-2.303.802	-3.501.315	30.835.816	47.307.775	51.847.461	28.378.657

Análise do EVA® da SUMOL+COMPAL antes e depois da fusão.

Após o cálculo do EVA® elaborou-se o gráfico que apresenta a evolução do EVA® da empresa antes e depois da fusão.

Ilustração 4 Gráfico da evolução do EVA® da Sumol + Compal



Diante dos resultados verifica-se que nos quatro anos precedentes à fusão os EVAs® apresentam valores negativos, visto que o custo do capital neste período foi superior ao resultado operacional. EVA® negativo não significa que a empresa está a beira da falência, mas está em alerta. Este resultado mostra que o capital investido não está a ser remunerado a uma taxa mínima que cobre o risco do negócio.

Quando uma empresa apresenta lucro económico negativo deve reavaliar a sua actuação, idealizar novos produtos, buscar novos mercados e investir em projectos mais rentáveis. Pode-se concluir que a SUMOLIS (empresa adquirente) apercebeu-se que fundir-se com a COMPAL seria o melhor caminho.

Embora nos anos 2006 e 2007 a contabilidade nos forneça um lucro positivo, respectivamente de 1.807.425€ e 257.283€, o valor criado na perspectiva do EVA® é negativo de, respectivamente 2.303.802€ e 3.501.315€ e contrariamente nos anos 2008 e 2009 a empresa apresentava lucros contabilísticos negativos, na perspectiva do EVA® a empresa criou valor para os seus accionistas porque o EVA® era positivo nestes anos.

Antes da fusão, em média o EVA® da empresa era negativo em 3.535.690€ e após a fusão o EVA® apresentou crescimento contínuo, com excepção do ano 2011. Esta redução em 2011 justifica-se pelo aumento no custo médio ponderado do capital e pela redução do resultado operacional, que pode-se concluir que são resultados da crise actualmente vivida.

Conclui-se então que antes da fusão a empresa não criou riqueza para os seus accionistas, visto que no período de 2004 a 2007 apresentou um EVA® negativo. Este resultado demonstra que não foi viável investir na empresa neste período. A empresa não poderia ter feito melhor escolha na estratégia de fusão para expandir os seus negócios e consequentemente aumentar a riqueza dos seus accionistas. Diante dos resultados conclui-se que a fusão fez aumentar, sem sombra de dúvidas, o valor dos accionistas e da empresa.

3.3 Correlação linear múltipla entre os indicadores e a cotações das acções

Será o EVA® é a métrica que melhor poderá explicar com clareza o comportamento das cotações das acções das empresas do que os indicadores tradicionais calculados?

Após ter respondido a primeira questão, resta saber qual dos indicadores têm maior poder explicativo sobre a cotação das acções. Para responder a segunda questão procedeu-se a análise da correlação existente entre estes fenómenos. Foi utilizada a correlação linear múltipla e os resultados são os seguintes:

Tabela 36 Correlação entre as diversas variáveis em estudo

	COTACAO	EBIT	EPS	EVA	RL	ROA	ROE	ROI	ROV
COTACAO	1,00	0,31	0,44	0,57	0,32	0,42	0,36	0,41	0,31
EBIT	0,31	1,00	0,84	0,81	0,95	0,72	0,16	0,62	0,18
EPS	0,44	0,84	1,00	0,73	0,89	0,68	0,26	0,59	0,26
EVA	0,57	0,81	0,73	1,00	0,73	0,53	0,08	0,40	0,07
RL	0,32	0,95	0,89	0,73	1,00	0,68	0,19	0,59	0,19
ROA	0,42	0,72	0,68	0,53	0,68	1,00	0,32	0,96	0,38
ROE	0,36	0,16	0,26	0,08	0,19	0,32	1,00	0,36	0,98
ROI	0,41	0,62	0,59	0,40	0,59	0,96	0,36	1,00	0,41
ROV	0,31	0,18	0,26	0,07	0,19	0,38	0,98	0,41	1,00

Como se pode observar, a correlação é positiva entre a cotação e todos os indicadores, o que significa que significa que as variáveis evoluíram no mesmo sentido, quer nos aumentos quer nas diminuições, ou seja, quando os indicadores aumentam o preço das acções também aumenta e quando os indicadores diminuem o preço das acções também diminui. Contudo, o EVA® é o indicador que explica a evolução das cotações das acções.

Após a análise da correlação linear múltipla procedeu-se a análise da regressão linear múltipla considerando a cotação como variável dependente e os vários indicadores considerados como variáveis independentes. O objectivo é avaliar qual é a significância dos indicadores na explicação das cotações das acções.

O quadro seguinte mostra análise regressão linear múltipla, em que o coeficiente de correlação linear múltipla (R^2) é a percentagem em que a variável dependente é explicada pelas variáveis independentes.

Tabela 37 Regressão linear múltipla

Dependent Variable: COTACÃO

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.058901	0.818038	1.294440	0.2084
EBIT	-2.58E-08	1.16E-08	-2.223341	0.0363
EPS	0.554055	1.353369	0.409390	0.6860
EVA	2.30E-08	5.49E-09	4.192666	0.0003
RL	8.94E-09	1.59E-08	0.563600	0.5785
ROA	-11.00524	54.96554	-0.200221	0.8431
ROE	10.98272	8.902873	1.233615	0.2298
ROI	43.85180	42.60790	1.029194	0.3141
ROV	-8.392461	9.345403	-0.898031	0.3785

R-squared	0.642906	Mean dependent var	3.321614
Adjusted R-squared	0.518700	S.D. dependent var	2.639093
S.E. of regression	1.830892	Akaike info criterion	4.279742
Sum squared resid	77.09984	Schwarz criterion	4.691981
Log likelihood	-59.47588	F-statistic	5.176104
Durbin-Watson stat	1.124156	Prob(F-statistic)	0.000892

O valor do R^2 encontrado é de 0,6429, o que significa que o comportamento do preço das acções é explicado em 65% pelos indicadores analisados.

4 Conclusão

Tendo em conta a importância que as fusões e aquisições revestem para o mundo empresarial importa ter um conhecimento deste tema. O trabalho teve como objectivo analisar se as fusões e aquisições realizadas em Portugal no período de 2004-2008 aumentaram a riqueza para os accionistas e o valor das empresas.

Para melhor compreender este tema foi feito uma revisão da literatura, cujo objectivo foi perceber melhor o conceito de fusões e aquisições, a sua história, os tipos de fusões e aquisições, as motivações dos administradores e as hipóteses que existem sobre este tema. A pesquisa levou-nos a concluir que muitos autores consideram que as fusões e aquisições aumentaram valor para os accionistas e para as empresas.

O estudo incidiu sobre a compra da PORTUCEL pela SEMAPA, a compra do GRUPO MEDIA CAPITAL pelo grupo PRISA e a fusão da SUMOLIS com a COMPAL. Para concluirmos se efectivamente essas operações aumentaram o valor dos accionistas foram analisados indicadores tradicionais de desempenho. No entanto, estes indicadores apresentam insuficiências porque são obtidos a partir do lucro contabilístico e não pelo lucro económico, logo optou-se por calcular e analisar o EVA® por ser o indicador que melhor mede o verdadeiro valor criado.

A análise incidiu-se sobre a criação de valor no longo prazo, pelo que se escolheu um período de quatro anos antes e depois das fusões e aquisições. Neste sentido, Firth (1980) defende que o valor é criado no longo prazo, assim a criação de valor para os accionistas é susceptível de resultar se a rentabilidade das empresas aumentarem após a fusão ou aquisição. Neste contexto, conclui-se que a fusão da SUMOLIS com a COMPAL, a aquisição do GRUPO MEDIA CAPITAL e a compra da PORTUCEL pela SEMAPA aumentaram a riqueza dos seus accionistas porque as suas eficiências aumentaram e, consequentemente as suas rentabilidades aumentaram após essas operações.

Segundo Rappaport (2007), Young e O'Byrne (2001), Ferreira (2002b), Bhattacharyya e Phani (2004) e Schmidt et al. (2006) as empresas criam valor para os seus accionistas quando investem em projectos, produtos, tecnologias e estratégias capazes de gerar retornos superiores ao seu custo de capital. No presente estudo as estratégias de crescimento adoptadas pelas empresas aumentaram o valor para os seus accionistas porque os EVA® apurados após as operações de fusões e aquisições, em média, foram positivos.

Os resultados levam-nos a concluir que os retornos dos seus investimentos foram superiores ao custo total do capital aplicado na empresa.

No entender de Ely e Song (2000), a hipótese de criação de valor postula que as empresas mais eficientes adquirem as menos eficientes, criando benefícios aos accionistas. No presente estudo esta hipótese se verifica com excepção da fusão da SUMOLIS com a COMPAL, porque a empresa adquirente (SUMOLIS) era menos eficiente, visto que o seu lucro económico antes da fusão era negativo, no entanto, a sua fusão com uma empresa mais eficiente (COMPAL) aumentou a sua eficiência, aumentando assim o seu EVA® e a riqueza dos seus accionistas.

As operações de fusões e aquisições levadas a cabo pelas empresas objectos de estudo aumentaram o valor para os accionistas porque, em média, o EVA® após essas operações foi superior, no entanto, as empresas cujos aumentos são mais significativos são a SEMAPA e a SUMOL+COMPAL.

Após a análise da criação de valor procedeu-se à análise da correlação linear múltipla entre os diversos indicadores e a cotação das acções para concluirmos quais dos indicadores explicam com mais clareza a evolução das cotações das acções. O resultado levou-nos a concluir que o EVA® é a métrica que melhor explica a evolução nas cotações das empresas porque a correlação foi positiva no valor de 0,57. Para testarmos a significância dos resultados procedeu-se a análise da regressão linear múltipla em que o valor encontrado para R^2 é igual a 0,6429, o que significa que o comportamento do preço das acções é explicado em 65% pelos indicadores analisados.

Referências Bibliográficas

- ALSHWER, Abdullah A.; SIBILKOV, Valeriy; ZAIATS, Nataliya - **Financial Constraints and the Method of payment in mergers and acquisitions**. 2005 [em linha]. [Consult. 24 Març. 2012]. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364455
- AMEELS, Anne; BRUGGEMAN, Werner; SCHEIPERS, Geert - **Value-Based Management Control processes to Create Value Through Integration, A Literature Review**. Vlerick Leuven Gent Management School. 2002 Working Paper.
- ANDRADE, Gregor; MITCHELL, Mark; STAFFORD, Erik - New Evidence and Perspectives on Mergers. **Journal of Economic Perspectives**. 15: 2 (2001) 103–120
- ASQUITH, Paul; BRUNER, Robert F.; MULLINS JR., David W. - The gains to bidding firms from mergers. **Journal of Financial Economics**. 11: 1-4 (1983) 121-139.
- BAINBRIDGE, Stephen M. - **The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer**. University of California School of Law. 2001. Working Paper. Disponível em: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=261277
- BASTARDO, Carlos Manuel Costa; GOMES, António Henrique Fernandes Rosa- **Fusões e Aquisições (M&A): uma abordagem de avaliação de empresas**. 4.^a ed. Lisboa. Texto Editora, 1996. ISBN 972-47-0080-1.
- BEITEL, Patrick; SCHIERECK, Dirk - **Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market**. Institute for Mergers and Acquisitions (IMA). 2001 Working Paper.
- BHATTACHARYYA, Asish K.; PHANI, B. V. - **Economic Value Added - A General Perspective**. 2004, SSRN Working Paper Series.
- BLACK, Fischer – Noise. **The Journal of Finance**. 41: 3 (1986) 529-543.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart. C. - **Princípios de finanças empresariais**. 5.^a ed. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1998. ISBN 972-8298-48-X.

- CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal - Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisa em Administração**. 10:2 (2003) 17-38. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n2art2.pdf>
- CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal - Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos accionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-plano real. **Revista de Gestão**. ISSN 1809-2276. 12: 4 (2005) 33-53
- CAMPA, José Manuel; HERNANDO, Ignacio - M&As performance in the European financial industry. **Journal of Banking & Finance**. 30 (2006) 3367–3392.
- CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal - Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**. ISSN 0034-7590. 49: 2 (2009) 206-220.
- CLARKE, Jonathan; JANDIK, Tomas; MANDELKER, Gershon. The Efficient Market Hypothesis. **In: Expert Financial Planning: Advice from Industry Leaders**. New York: Wiley & Sons, 2001. pp 126-141.
- CORREIA, Ricardo Emanuel Sarmiento - **Testing information efficiency in the portuguese stock market**. Lisboa: Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa – Instituto Universitário de Lisboa. 2009. Dissertação de mestrado.
- DENIS, David J.; DENIS, Diane K.; SARIN, Atulya – Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. **The Journal of Finance**. 52:1 (1997)135-160.
- ENGELN, Peter-Jan; LIEDEKERKE, Luc Van - **An Ethical Analyses of Regulating Insider Trading**. Tjalling C. Koopmans Research Institute. 2006. Discussion Paper Series 06-05. Disponível em: <http://igitur-archive.library.uu.nl/CTK/2009-1207-200120/06-05.pdf>
- EHRBAR, Al - **EVA valor económico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. ISBN 85-7303-225-1.
- ELY, D. P.; SONG, M. H. Acquisition activity of large depositary institutions in the 1990s: an empirical analysis of motives. **The Review of Economics and Finance**. 40: 5 (2000) 467-484.

FAMA, Eugene - Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**. 25 (1970) 383–417.

FAMA, EUGENE F. - Efficient Capital Markets: II. **The journal of finance**. 46:5 (1991).

FARINHA, Jorge; MIRANDA, Francisco –**Run-up, Toeholds, and Agency Effects in Mergers and Acquisitions: Evidence from an Emerging Market**. Centro de Estudos de Economia Industrial, do Trabalho e da Empresa. 2003. Working paper.

FERNÁNDEZ, Pablo; AGUIRREAMALLOA, Javier; CORRES, Luis - **Market Risk Premium used in 56 countries in 2011: a survey with 6,014 answers**. IESE Business School- University of Navarra. 2011. Working paper.

FERREIRA, Domingos – **Fusões, aquisições e reestruturação de empresas vol. I**. Lisboa: Edições Sílabo, 2002a. ISBN 972-618-281-6.

FERREIRA, Domingos – **Fusões, aquisições e reestruturação de empresas vol. II**. Lisboa: Edições Sílabo, 2002b. ISBN 972-618-281-8.

FRANKS, J. R.; HARRIS, R. S. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-85. **Journal of Financial Economics**. 23: 2 (1989) 225-249.

FIRTH, Michael. Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm. **The Quarterly Review of Economics and Finance**. 94: 2 (1980) 235-260.

FORJAN, James; VAN NESS; Bonnie - An Investigation of Poison Pill Securities, Long-Term Debt, and the Wealth of Shareholders. **American Journal of Business**. 18: 2. [em linha]. [Consult. 18 Mai. 2012]. Disponível em: <http://www.bsu.edu/mcobwin/ajb/?p=142>

GAMEIRO, Isabel Marques - **Prémio de risco nos principais mercados**. Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal. 2008.

GAUGHAN, Patrick A. - **Mergers: what can go wrong and how to prevent it**. New Jersey: Wiley, 2005. 356 pp. ISBN 0471-41900-1.

GERSDORFF, Nick von; BACON, Frank- U.S. Mergers and acquisitions: a test of market efficiency. **Journal of Finance and Accountancy**. (2009) 1-8. Disponível em: <http://www.aabri.com/manuscripts/09142.pdf>

- GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. - On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. **American Economic Review** 70:3 (1980) 393–408.
- GOERGEN, Marc; RENNEBOOG, Luc –Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids. **Forthcoming European Financial Management Journal**. 2003.
- HANSON, Robin - **Insider Trading and Prediction Markets**. Department of Economics. George Mason University. 2007.
- HIRSCHEY, Mark -Merger, buyouts and fake outs. **American Economic Review**. 76: 2 (1986) 317-321.
- HUANG, Yen-Sheng; WALKLING, Ralph A. - Target abnormal returns associated with Acquisition announcements: payment, acquisition form, and managerial resistance. **Journal of Financial Economics**. 19 (1987) 329-349.
- JARRELL, Gregg A.; BRICKLEY, James A.; NETTER, Jeffry M. - The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. **The Journal of Economic Perspectives**. 2: 1 (1988) 49-68.
- JESEN, Michael C.; RUBACK, Richard S.– The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence. **Journal of Financial Economics**. 11 (1983) 5-50.
- JENSEN, Michael C. - Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**. 76: 2 (1986) 323-329.
- JENSEN, Michael C. - Takeover: Their Causes and Consequences. **Journal of Economic Perspective**. 1 (1988) 21-48.
- KAPLAN, Steven N. - **Mergers and Acquisitions: A Financial Economics Perspective**. University of Chicago Graduate School. South Woodlawn Avenue, Chicago. 2006.
- LO, Andrew W. - Efficient markets hypothesis. In **The New Palgrave: A Dictionary of Economics**, 2^a ed. New York: Palgrave MacMillan, 2007.
- LOH, Charmen; RATHINASAMY, R.S. - Insider Trading and Dual-class Recapitalization. **Journal Of Financial And Strategic Decisions**. 8: 3 (1995).

LORSCH, Jay W. – Making the Best of M&A. **Directors & Boards**. 3: 3 (2006) 6-10. [em linha]. [Consult. 25 Agost. 2011]. Disponível em: <http://www.directorsandboards.com/BBFall06.pdf>

MACKINLAY, A. Craig– Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. 35 (1997) 13-39.

MCCABE, George M.; YOOK, Ken C. - Jensen, Myers-Majluf, Free Cash Flow and the Returns to Bidders. **The Quarterly Review of Economics and Finance**. 37: 3 (1997) 697-707.

MAQUIEIRA, Carlos. P.; MEGGINSON, William. L.; NAIL, Lance. Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. **Journal of Financial Economics**. 48:1 (1998) 3-33.

MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. **Journal of Political Economy**. 73: 2 (1965) 110-120.

MATOS, Pedro Verga; RODRIGUES, Vasco - **Fusões e aquisições: motivações, efeitos e política**. S. João do Estoril: Principia, 2000. ISBN 972-8500-23-8.

MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc – **Mergers and Acquisitions in Europe**. Amsterdam: Cornerstone Research and Tilburg University. 2006. Finance working paper

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. - Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers. **In Corporate Takeovers: Causes and Consequences**. Chicago, Universidade de Chicago, 1988, ISBN 0-226-03211-6. pp 101-136.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF Nicholas S. - Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**. 13 (1984) 187-221.

NELSON, Ralph. L. -**Merger movements in American industry: 1895-1956**. Princeton: Princeton University Press, 1968.

NEVES, João Carvalho das - **Análise Financeira: Vol. II – Avaliação do desempenho baseada no valor**. 2ª ed. Lisboa: Texto Editora, 2001. ISBN 072-47-1703-8.

- NEVES, João Carvalho das- **Métricas de avaliação do desempenho económico**. [Em linha]. [200-]. [Consult. 20 Jun.2012]. Disponível em: http://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/texto_desempenhoeconomico.pdf
- PINTO, Teresa da Cunha; MACHADO-SANTOS, Carlos - Análise e aferição da correlação entre Valor Económico Acrescentado e o Valor de Mercado Adicionado num grupo empresarial cotado na NYSE Euronext. **Cuadernos de Contabilidad**. 12: 31 (2011) 441-454.
- RAPPAPORT, Alfred – **A criação de valor para os accionistas: um guia para investidores e gestores**. Lisboa: Planeta DeAgostine, 2007. ISBN: 978-989-609-699-1.
- ROLL, Richard - The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. **The Journal of Business**. 59: 2 (1986) 197-216.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. – **A administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995. ISBN 8522413428
- RUBACK Richard S. (1987). An Overview of Takeover Defenses. In **Mergers and acquisitions**. Chicago: Universidade de Chicago Press, 1987. ISBN 0-226-03209-4. pp. 49–68. Disponível em <http://www.nber.org/books/auer87-1>
- SAMUELSON, Paul A. - Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. **Industrial Management Review**. 6:2 (1965) 41–9.
- SCHIMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz; KLOECKNER, Gilberto – **Avaliação de empresas: Foco na gestão de valor da empresa teoria e prática**. São Paulo: Editora Atlas, 2006. ISBN 85-224-4227-4. pp. 201-222.
- SCHWERT, G.William - Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. **Journal of Financial Economics**. 41 (1996). 153-162
- SCHWERT, G. William - Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?. **The Journal of Finance**. 56: 6 (2000).
- SHAHEEN, Isfandiyar - **Stock Market Reaction to Acquisition Announcements using an Event Study Approach**. Department of Economics. 2006.

- SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Lawrence H. - Breach of Trust in Hostile Takeovers. **In Corporate Takeovers: Causes and Consequences**. Chicago; Universidade de Chicago, 1988, ISBN 0-226-03211-6. pp 33 - 68.
- STEINER, Peter O. - **Mergers: motives, effects, policies**. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1984. ISBN 0-472-08815-7.
- TIMMERMANN, Allan; GRANGER, Clive W.J. - Efficient market hypothesis and forecasting. **International Journal of Forecasting**. 20 (2004) 15– 27.
- TRAVLOS, Nickolaos G. - Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. **The Journal of Finance**. 42: 4 (1987). 943-963
- WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. – **Fundamentos da administração financeira**. 10.^a ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1030 pp. ISBN 8534607958
- WESTON, J. Fred; MITCHELL, Mark L.; MULHERIN, J. Harold - **Takeovers, restructuring, and corporate governance**. 4^a ed. New Jersey : Pearson, 2004. 688 pp. ISBN 0-13-122553-7
- VASCO, José João Saraiva - **Teste de Eficiência Semiforte do PSI20 no período 2008-2010**. Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão. 2011. Dissertação de mestrado.
- YANG, Jing; QUA, Hailin; KIM, Woo Gon - Merger abnormal returns and payment methods of hospitality firms. **International Journal of Hospitality Management**. 28 (2009) 579–585.
- YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F. - **Eva and value-based management: a practical guide to implementation**. United States of America: McGraw-Hill Book, 2001. ISBN 0- 07-136439-0